

# BULLETIN 2005/3

DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG



3



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME



**BULLETIN**  
**2005/3**



**BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG**  
EUROSYSTEME



## SOMMAIRE

---

# 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

---

1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	14
1.1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.1.4	Les marchés boursiers	17
1.1.5	Le taux de change de l'euro	18
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.1.8	Le commerce extérieur	23
1.1.9	La balance des paiements	24
1.1.9.1	Le compte des transactions courantes	24
1.1.9.2	Le compte financier	25
1.2	La situation économique au Luxembourg	26
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	34
1.2.2	La comptabilité nationale	35
1.2.3	L'industrie	36
1.2.4	La construction	37
1.2.5	Le commerce et les autres secteurs	38
1.2.6	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	38
1.2.7	Le marché du travail	39
1.2.7.1	L'emploi	39
1.2.7.2	Le chômage	41
1.2.7.3	Les coûts salariaux	45
1.2.8	Le secteur financier	46
1.2.8.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	46
1.2.8.2	Les établissements de crédit	47
1.2.8.3	Les organismes de placement collectif	61
1.2.9	Le commerce extérieur	63
1.2.10	La balance des paiements courants	64
1.2.10.1	Le compte courant	64
1.2.10.2	Le compte financier	65
1.2.11	Les projections macro-économiques	72
1.2.12	Les finances publiques	76

2.1	Le calcul d'indices des conditions monétaires pour la zone euro et le Luxembourg	87
2.1.1	Introduction	87
2.1.2	L'indice des conditions monétaires: considérations théoriques	87
2.1.2.1	Définition de l'indice des conditions monétaires (ICM)	87
2.1.2.2	Le recours à l'ICM	88
2.1.2.3	La période de base	89
2.1.2.4	Déterminer les poids relatifs	89
2.1.2.5	Interpréter l'ICM	92
2.1.3	L'ICM pour la zone euro et pour le Luxembourg	92
2.1.3.1	L'ICM pour la zone euro	92
2.1.3.2	Re-équilibre des conditions monétaires	94
2.1.3.3	Le recours à l'ICM en tant qu'indicateur avancé: zone euro	95
2.1.4	Un ICM pour le Luxembourg	96
2.1.4.1	Une application de l'ICM au Luxembourg	97
2.1.4.2	Calculer l'ICM pour le Luxembourg	98
2.1.4.3	Le recours à l'ICM comme indicateur avancé	99
2.1.4.4	Conditions monétaires: une comparaison du Luxembourg avec la zone euro	100
2.1.5	Conclusion	101
2.2	La position extérieure globale du Luxembourg	104
2.2.1	Définition et méthodologie	104
2.2.2	La position extérieure globale nette et ses principales composantes à fin 2004	109
2.2.3	Les entités financières spécialisées et la position d'investissements directs	110
2.2.4	Le rôle des OPC dans la position d'investissements de portefeuille	111
2.2.5	Les encours d'autres investissements	112
2.2.6	Conclusion	113
2.3	Das Preissetzungsverhalten im Euroraum	114
2.3.1	Die Analyse individueller Verbraucherpreisdaten	114
2.3.2	Die Analyse anhand von Firmenerhebungen	116
2.4	Comportement de fixation des prix: Resultats d'une enquête auprès des entreprises luxembourgeoises	119
2.5	l'identité de Fisher et l'interaction entre l'inflation et la rentabilité des actions: l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers	121

2.6	The Eurosystem	123
2.6.1	The Eurosystem as an institutional concept	124
2.6.1.1	The Eurosystem as an EU body	124
2.6.1.2	The characteristics of the Eurosystem	126
2.6.2	The Eurosystem as an operational concept	131
2.6.2.1	The decentralisation principle	131
2.6.2.2	The organisation of Eurosystem activities	132
	Conclusion	134

---

### **3 STATISTIQUES** **136**

---



---

### **4 ACTUALITÉS** **188**

---

4.1	Actualités	190
4.2	Liste des circulaires de la BCL	191
4.3	Publications de la BCL	193
4.4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	197
4.5	Liste des abréviations/List of Abbreviations	201

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 1<sup>er</sup> décembre 2005



## EDITORIAL

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 1<sup>er</sup> décembre 2005 de relever les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base, après les avoir maintenus à des niveaux historiquement bas pendant deux ans et demi. Cette décision est justifiée par la volonté d'ajuster l'orientation accommodante de la politique monétaire, tout en tenant compte des risques pesant sur la stabilité des prix. Cette décision contribuera à maintenir solidement l'ancrage des anticipations d'inflation dans la zone euro à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. L'ancrage des anticipations d'inflation constitue la condition indispensable pour que la politique monétaire continue d'apporter une contribution à la croissance économique dans la zone euro. Les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, se situent toujours à des niveaux très bas. Par conséquent, l'orientation de la politique monétaire demeure accommodante et constitue toujours un puissant soutien de l'activité économique et de la création d'emplois.

Les données récentes et les résultats d'enquête relatifs à la zone euro signalent le raffermissement de l'activité économique dans la seconde moitié de l'année. Selon la première estimation, la croissance trimestrielle du PIB s'est établie à 0,6% au troisième trimestre 2005, après 0,4% au trimestre précédent. L'orientation haussière de la demande mondiale devrait appuyer les exportations de la zone euro. L'investissement devrait continuer de tirer avantage des conditions de financement toujours favorables et du fort accroissement des résultats des entreprises. La consommation privée devrait évoluer en ligne avec le développement attendu du revenu réel disponible. Les risques à la baisse pesant sur ce scénario d'évolution de l'activité économique sont liés essentiellement au niveau plus élevé qu'anticipé des prix du pétrole, aux inquiétudes relatives aux déséquilibres mondiaux et au niveau relativement bas de la confiance des consommateurs.

Ainsi, selon les dernières projections établies par les experts de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,2% et 1,6% en 2005, et entre 1,4% et 2,4% en 2006 et en 2007. Par rapport aux projections de septembre 2005 des services de la BCE, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2005 et en 2006 ont été légèrement revues à la hausse.

Ces récentes projections indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2005, pour se situer entre 1,6% et 2,6% en 2006. Par rapport aux projections macroéconomiques publiées en septembre 2005, les intervalles de projection pour l'inflation de 2006 ont été revus à la hausse en raison de la hausse des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix reflètent également l'hypothèse d'une persistance de l'actuelle modération salariale.

Les indicateurs conjoncturels confirment la poursuite de l'amélioration conjoncturelle et suggèrent que l'économie luxembourgeoise fait preuve d'une résistance remarquable face au choc pétrolier. Les indicateurs sont orientés favorablement pour la deuxième année consécutive. Il paraît justifié de revoir à la hausse nos projections de la croissance économique du Luxembourg pour l'année 2005 qui s'établissent désormais dans une fourchette allant de 3,5% à 4,1%. En outre, nous tablons sur une légère accélération en 2006, ce qui laisserait présager une croissance économique située dans une fourchette comprise entre 3,5% et 4,5% en 2006. Le Luxembourg connaîtrait alors pour la troisième année consécutive une croissance économique appréciable, de surcroît supérieure à la croissance observée dans les pays voisins et au sein de la zone euro. Ces projections sont cependant entourées d'un degré d'incertitude particulièrement prononcé en raison de changements méthodologiques à intervenir sous peu au niveau du traitement statistique des Services d'Intermédiation Financière Indirectement Mesurés (SIFIM). Etant donné l'importance du secteur financier ainsi que le poids et la volatilité des SIFIM dans les comptes nationaux du Luxembourg, cet ajustement méthodologique est susceptible d'engendrer des changements significatifs du niveau et du profil de la croissance du PIB.

L'inflation annuelle du Luxembourg s'est accélérée au cours des derniers mois, en raison, principalement, de la flambée des prix des produits pétroliers. Ainsi, l'inflation globale est passée de 2,2% en juin à 3,1% en octobre 2005, soit le taux annuel le plus élevé observé depuis mai 2001. Les écarts d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 pour s'établir à respectivement 0,4 et 0,5 point de pourcentage au troisième trimestre 2005. Selon les dernières projections de la BCL, l'inflation mesurée par l'IPCN demeurerait, en moyenne, supérieure à 2% sur l'horizon de prévision et la décélération de l'inflation globale, de 2,5% en 2005 à 2,2% en 2006, ne serait attribuable qu'à une moindre contribution de la composante énergie. L'IPCN excluant l'énergie connaîtrait notamment une légère accélération en 2006, basée sur une inflation plus élevée des prix des services. La prochaine tranche indiciaire est désormais prévue pour la fin de l'année 2006 ou le début de l'année 2007.

Le nombre de chômeurs a franchi la barre des 10 000 personnes en octobre 2005. Dans ce contexte, le taux de chômage s'est établi à 4,8% en octobre 2005 après 4,3% douze mois plus tôt. Cette escalade du taux de chômage «non ajusté» n'est pas exclusivement de nature saisonnière mais découle également d'une détérioration de fond de la situation, comme en témoigne une hausse du taux de chômage «désaisonnalisé». Le taux de chômage devrait rester orienté à la hausse.

Selon les récentes projections de la BCL, le déficit de l'Etat consolidé se monterait à près de 4% du PIB en 2006. Cet important déficit est principalement imputable à une hausse soutenue des dépenses.

Selon ces mêmes projections, le déficit de l'ensemble des administrations publiques progresserait encore sous l'effet de la nette détérioration de la situation budgétaire de l'Etat central, pour atteindre 2,2% du PIB en 2005, 2,3% en 2006 et 2,5% en 2007. Ces déficits demeureraient inférieurs à la valeur de référence de 3% du PIB, tout en s'en rapprochant dangereusement. Les soldes budgétaires correspondants, prévus dans la septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg sont nettement plus favorables que les soldes projetés par la BCL en 2006 et en 2007. De surcroît, le déficit des administrations publiques se limiterait à 0,2% du PIB en 2008 selon cette même actualisation.

Les soldes structurels des administrations publiques tels qu'ils sont calculés au sein de cette actualisation s'amélioreraient à concurrence de 0,4% du PIB en 2006 et de 0,5% du PIB tant en 2007 qu'en 2008. Cette amélioration est cependant dans une très large mesure tributaire d'une estimation volontariste des impôts directs de 2006 à 2008. De plus, les mesures de maîtrise des dépenses publiques évoquées au programme sont encore assez imprécises à ce stade. Enfin, le déficit structurel prévu pour 2008 – à savoir 0,6% du PIB – serait certes conforme au Pacte de Stabilité et de Croissance réformé sous la Présidence luxembourgeoise de l'UE, mais ne prémunirait cependant pas efficacement le Luxembourg contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB, du fait de la forte variabilité des recettes et des dépenses publiques et ne permettrait pas d'enrayer le processus de détérioration de la situation patrimoniale des administrations publiques. Un effort de consolidation budgétaire supérieur à 0,5% du PIB par an s'imposerait par conséquent en 2007 et en 2008, d'autant plus que la conjoncture serait bien orientée au cours de ces deux années.

Ce bulletin comprend également six analyses et résumés non-techniques de cahiers d'études. Dans ce cadre, il y a lieu de souligner que plusieurs de ces analyses sont dédiées à l'économie monétaire et à l'inflation.

La première analyse présente le calcul d'indices des conditions monétaires (ICM) pour la zone euro et le Luxembourg. Elle montre que les indices des conditions monétaires ne doivent ni être considérés comme indicateur fondamental de l'orientation de la politique monétaire, ni être maniés de façon machinale. L'analyse indique qu'au cours de la phase III de l'union monétaire européenne les conditions monétaires étaient en général relativement souples par rapport à la période précédente. Cela s'applique tant au Luxembourg qu'à la zone euro.

La deuxième contribution qui traite de la position extérieure globale du Luxembourg montre qu'à la fin 2004, les avoirs extérieurs nets du Luxembourg ont atteint 27,8 milliards d'euros (soit 108% du PIB nominal) contre 24 milliards d'euros (100% du PIB) à la fin de l'année 2003. Cette hausse tient essentiellement au surplus de la balance courante qui s'est élevé à 11% du PIB en 2004. Les effets de revalorisation n'ont pas beaucoup affecté la position extérieure nette pour la simple raison qu'ils ont eu un impact positif similaire (1,75% environ) sur les avoirs et sur les engagements bruts.

La troisième contribution est consacrée au comportement de fixation des prix dans plusieurs pays de la zone euro et se base à la fois sur une étude détaillée de l'évolution des prix à la consommation individuels ainsi que sur une enquête auprès des entreprises. Les résultats suggèrent que la fréquence des changements de prix est moins élevée dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. En outre, les résultats suggèrent un degré d'hétérogénéité substantiel au niveau de la fréquence d'un changement de prix entre les types de produits analysés. Ainsi, on constate des changements peu fréquents pour les prix des services, alors que les prix des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés affichent une fréquence de changement élevée. Dans la zone euro, les facteurs de rigidité des prix les plus pertinents sont les contrats implicites et explicites avec les clients ainsi qu'un manque de coordination dans le processus d'ajustement des prix.

La quatrième analyse expose les principaux résultats d'une enquête menée auprès d'entreprises luxembourgeoises sur leur comportement en matière de fixation des prix. Globalement, l'entreprise luxembourgeoise médiane ne réévalue et n'ajuste le prix de son produit principal que deux fois par an. Les entreprises ont déclaré que les augmentations des coûts salariaux et des autres coûts constituaient la source la plus importante d'une augmentation de prix. En outre, les diminutions de prix seraient principalement le résultat de prix en recul chez la concurrence ainsi que d'une réduction des coûts salariaux. Les facteurs de rigidité des prix les plus pertinents sont les contrats implicites ou explicites avec les clients ainsi qu'une courbe des coûts marginaux plate.

L'objet de la cinquième analyse est d'examiner la relation entre la rentabilité des actions et l'inflation à travers l'estimation de spécifications conformes à l'identité de Fisher sur des données relatives aux indices LuxX et Eurostoxx. L'innovation de cette analyse consiste en la prise en compte de l'instabilité temporelle de la relation inflation-rentabilité des actions dont l'origine peut être attribuée à des bulles spéculatives et/ou à des fluctuations non-dictées par les fondamentaux économiques. Les résultats obtenus laissent présager que les actions offrent une protection contre l'inflation et la variabilité de leur prix peut apporter des informations utiles aux banques centrales sur les anticipations inflationnistes des acteurs de ce marché.

La sixième contribution consiste en un article sur l'Eurosystème dans ses aspects institutionnels. L'Eurosystème, qui englobe la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des douze Etats de la zone euro, est un concept largement utilisé. La constitution européenne tend à définir formellement ce concept. L'article décrit les caractéristiques juridiques de cet organisme au regard de ses principes constitutifs qui sont son caractère fédéral et son indépendance. Dans une seconde partie, sont présentés les aspects juridiques des activités de l'Eurosystème développées ces six dernières années.

Yves Mersch

# Chapitre 1

---

LA SITUATION ECONOMIQUE ET  
FINANCIERE

---

## 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

---

1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	14
1.1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.1.4	Les marchés boursiers	17
1.1.5	Le taux de change de l'euro	18
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.1.8	Le commerce extérieur	23
1.1.9	La balance des paiements	24
1.1.9.1	Le compte des transactions courantes	24
1.1.9.2	Le compte financier	25
1.2	La situation économique au Luxembourg	26
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	34
1.2.2	La comptabilité nationale	35
1.2.3	L'industrie	36
1.2.4	La construction	37
1.2.5	Le commerce et les autres secteurs	38
1.2.6	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	38
1.2.7	Le marché du travail	39
1.2.7.1	L'emploi	39
1.2.7.2	Le chômage	41
1.2.7.3	Les coûts salariaux	45

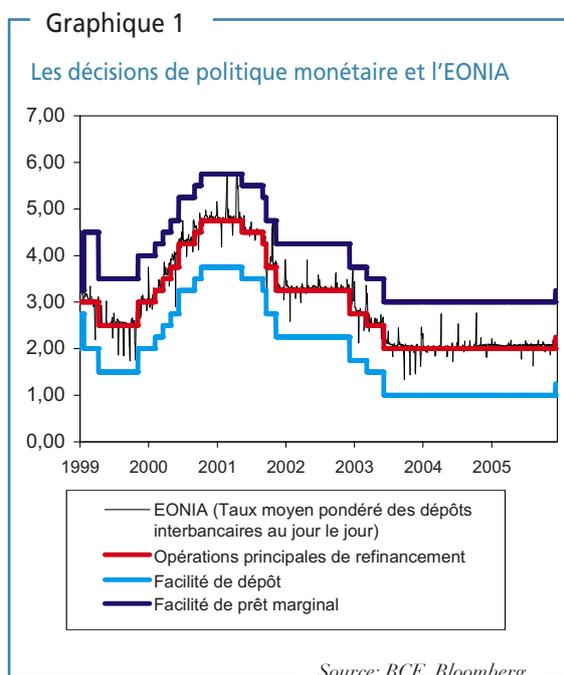
1.2.8	Le secteur financier	46
1.2.8.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	46
1.2.8.2	Les établissements de crédit	47
1.2.8.3	Les organismes de placement collectif	61
1.2.9	Le commerce extérieur	63
1.2.10	La balance des paiements courants	64
1.2.10.1	Le compte courant	64
1.2.10.2	Le compte financier	65
1.2.11	Les projections macro-économiques	72
1.2.12	Les finances publiques	76



## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

### 1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Lors de la réunion du premier décembre 2005, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé de relever les taux directeurs de 25 points de base, après les avoir maintenus à des niveaux historiquement bas pendant deux ans et demi. Par conséquent, le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'établit désormais à 2,25%; les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent à 1,25% et 3,25% respectivement.



Note: Pour les opérations principales de refinancement, il s'agit du taux fixe jusqu'au 28 juin 2000 et du taux de soumission minimal à partir de cette date.

La décision du Conseil des gouverneurs a été justifiée par la volonté d'ajuster l'orientation accommodante de la politique monétaire tout en tenant compte des risques qui pèsent sur la stabilité des prix. La hausse des taux directeurs doit permettre également de maintenir solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et à long termes dans la zone euro à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

En dépit de l'effet adverse que la hausse prononcée des cours du pétrole a exercé sur la croissance au cours des derniers trimestres, l'économie de la zone euro a affiché une grande résistance à ce choc. D'après la première estimation d'Eurostat, le PIB en volume a progressé de

0,6% en rythme trimestriel au troisième trimestre de l'année en cours, après une hausse de 0,4% au trimestre précédent et 0,3% au premier trimestre. La croissance devrait être soutenue par les bons résultats des entreprises, par la demande mondiale orientée à la hausse ainsi que par l'investissement qui continue de bénéficier des conditions de financement très favorables; la consommation devrait également se redresser progressivement. Selon les projections de décembre 2005 établies par les experts de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,2% à 1,6% pour l'année en cours, et entre 1,4% et 2,4% en 2006 et en 2007.

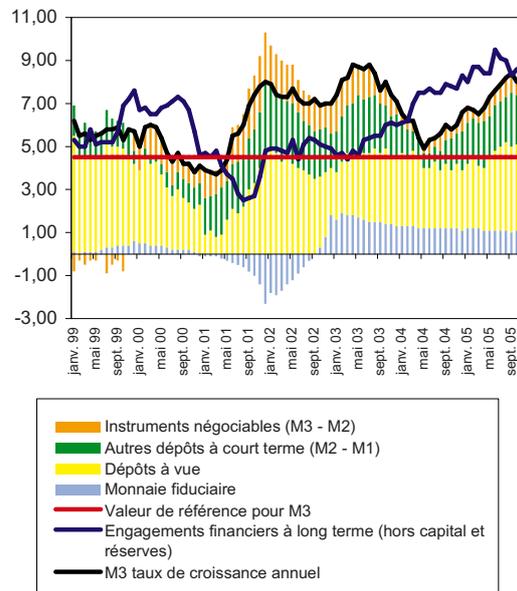
Quant à l'évolution des prix, les hausses - surtout des prix de l'énergie - ont fait monter l'inflation globale à des niveaux nettement supérieurs à 2%. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH s'est inscrite à 2,4% en novembre 2005, comparé à 2,6% et 2,5% lors des deux mois précédents. Il est cependant important d'établir une distinction entre les éléments éphémères et donc de court terme et les facteurs à caractère plus durable. Dans ce contexte, la hausse des prix pétroliers qui s'était répercutée sur l'inflation globale fut liée aux contraintes de capacité particulières qui avaient affecté les raffineries suite aux ouragans aux Etats-Unis. S'agissant des projections d'inflation, la hausse moyenne de l'IPCH devrait se situer entre 2,1% et 2,3% en 2005, entre 1,6% et 2,6% pour l'année prochaine et entre 1,4% et 2,6% en 2007.

Pour ce qui est de l'analyse monétaire, la forte progression de l'agrégat large M3 observée depuis mi-2004 s'est intensifiée au cours des derniers mois, avant de fléchir légèrement en octobre; alors qu'au premier semestre 2005 la progression annuelle de M3 était de 7,0% en moyenne - demeurant largement supérieure au niveau de liquidité nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste - elle avait atteint 8,2% au troisième trimestre pour s'établir à 8,0% en octobre.

Si le faible coût d'opportunité de la détention d'actifs monétaires liquides qui découle du bas niveau des taux d'intérêt continue d'exercer un effet stimulant sur la progression de M3, notamment par les composantes les plus liquides de M3 dont surtout les dépôts à court terme, on constate que le processus de réaménagement de portefeuille qui antérieurement avait freiné la croissance monétaire s'est ralenti depuis quelque temps. En effet, la croissance annuelle des titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans (inclus dans les «instruments négociables (M3 - M2)») s'est accentuée récemment.

Graphique 2

M3, ses composantes et les engagements financiers à long terme



Les taux d'intérêt historiquement bas ont également alimenté la croissance des prêts au secteur privé; leur taux de croissance a atteint 8,6% en septembre et 8,8% en octobre. L'évolution des prêts immobiliers fut particulièrement dynamique et le taux de croissance annuelle des prêts au logement s'est établi à 10,8% en octobre.

1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM

A l'instar du premier semestre de l'année en cours, le troisième trimestre se caractérise par la tendance baissière des taux d'intérêt offerts par les banques de la zone euro à leur clientèle domestique.

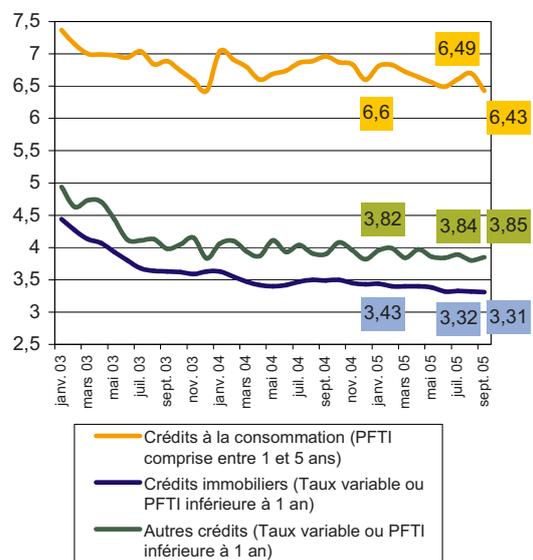
Le coût des crédits immobiliers, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure ou égale à un an, est resté pratiquement inchangé entre juin 2005 (3,32%) et septembre 2005 (3,31%). Sur un an, les crédits immobiliers ont toutefois vu leur coût diminuer de 18 points de base. Notons également que l'octroi de crédits immobiliers à taux variable n'est pas uniformément réparti dans la zone euro. Ainsi, dans certains pays les banques proposent traditionnellement des contrats dont le taux d'intérêt est fixé pour la durée totale du crédit, tandis que dans d'autres ce sont plutôt les taux d'intérêt variables qui servent de référence.

Le coût des crédits autres qu'immobiliers avec une PFTI inférieure ou égale à un an connaît une évolution comparable à celle des crédits immobiliers, puisque, bien qu'en baisse de cinq points de base entre septembre 2004 (3,90%) et septembre 2005 (3,85%), il affiche une relative stabilité entre juin (3,84%) et septembre 2005 (3,85%). Contrairement aux crédits immobiliers, c'est dans l'utilisation des fonds empruntés qu'une différenciation va se faire entre pays membres de la zone euro.

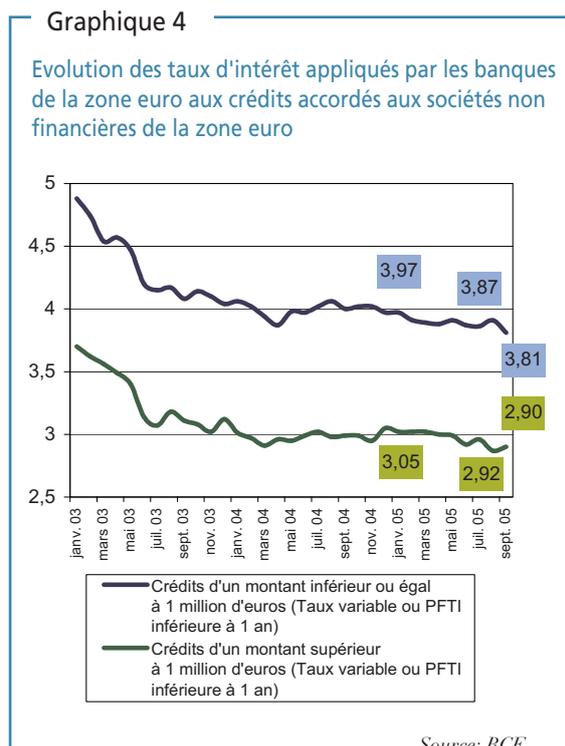
Le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, affiche une forte baisse de 53 points de base, passant de 6,96% à 6,43% entre septembre 2004 et septembre 2005, intervenue au cours du premier semestre de l'année 2005, de sorte que la baisse se limite à neuf points de base entre juin et septembre 2005.

Graphique 3

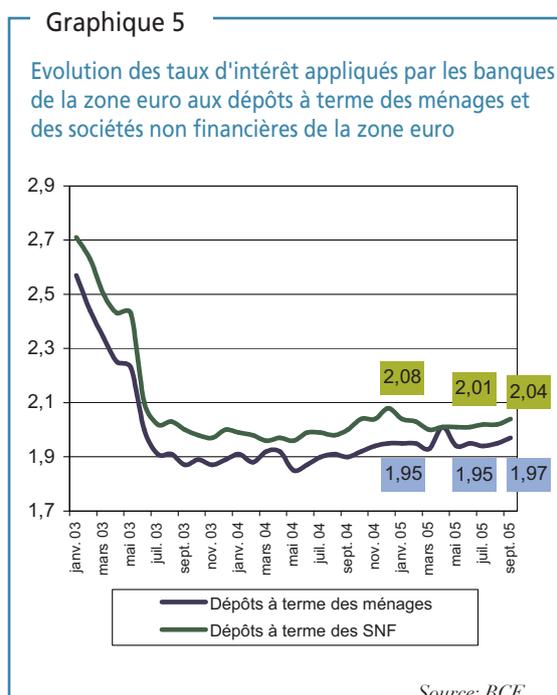
Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques de la zone euro aux crédits accordés aux ménages de la zone euro



Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure ou égale à un an, affiche des baisses respectives de six et deux points de base pour les tranches inférieures et supérieures à un million d'euros entre juin 2005 (respectivement 3,87% et 2,92%) et septembre 2005 (respectivement 3,81% et 2,90%).



Sur le plan des taux créditeurs, la rémunération des dépôts à terme des ménages de la zone euro a progressé de deux points de base entre juin (1,95%) et septembre 2005 (1,97%), tandis que celle des sociétés non-financières s'est accrue de trois points de base sur la même période en passant de 2,01% à 2,04%. On notera toutefois que sur un, l'écart de rémunération entre les dépôts des ménages et ceux des sociétés non-financières s'est réduit, passant de 10 points de base à sept points de base.

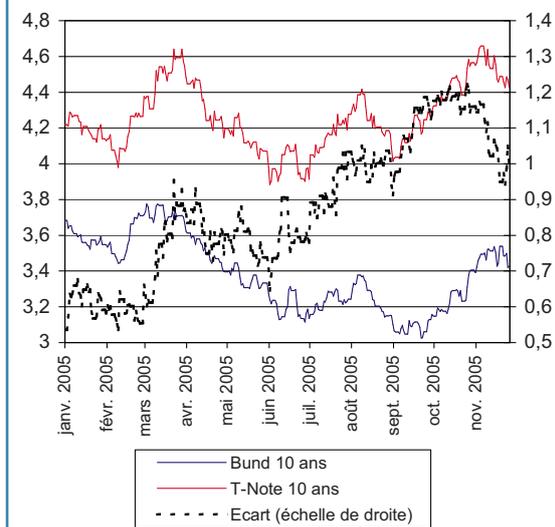


### 1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme

Entre début septembre et le 25 novembre 2005, les rendements obligataires à long terme se sont largement redressés suite à un regain d'optimisme des opérateurs de marché concernant les perspectives de croissance, alors que la publication de données relatives à l'inflation a fait apparaître des taux élevés. A la date du 25 novembre 2005, le rendement du Bund à 10 ans s'est inscrit à 3,427%, soit 36,2 points de base au-dessus du niveau enregistré en début septembre. Aux Etats-Unis, les rendements des titres publics à long terme ont atteint leur sommet de l'année, pour se replier légèrement et s'établir à 4,427% en fin de période, soit une augmentation de 39,6 points de base par rapport au début de la période sous revue.

Graphique 6

Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

En septembre, les rendements des obligations à long terme de la zone euro n'ont que légèrement augmenté, tandis que les rendements des emprunts publics aux Etats-Unis ont fortement progressé. La progression des rendements américains fut particulièrement prononcée en début de période suite à l'atténuation des inquiétudes des opérateurs de marché concernant l'impact de l'ouragan Katrina sur la capacité productive du pays et sur les perspectives de croissance; les opérateurs de marché semblaient alors juger que l'incidence économique de l'ouragan ne serait que temporaire et que le resserrement monétaire se poursuivrait comme cela avait été prévu avant l'ouragan. Dans la zone euro par contre, les perspectives de croissance n'avaient guère changé sur base des publications de données économiques contrastées, ce qui s'est répercuté sur les rendements obligataires qui ont été nettement plus stables tout en atteignant un creux historique de 3,024%. En raison de ces développements, l'écart entre les rendements des titres publics américains et de la zone euro avait fortement augmenté au mois de septembre.

Vers la fin septembre, les rendements des titres publics à long terme de la zone euro ont entamé une période de hausse prolongée en raison de la montée des tensions inflationnistes. En même temps, la hausse des rendements obligataires au cours du mois d'octobre a reflété les augmentations des rendements réels, ce qui témoigne d'un regain d'optimisme des opérateurs de marché quant aux perspectives de croissance au sein

de la zone euro. Pour des raisons analogues, les rendements obligataires américains ont quasiment évolué en parallèle avec les rendements de la zone euro, ce qui implique que l'écart entre les rendements des deux côtés de l'Atlantique est resté pratiquement inchangé.

Au cours du mois de novembre, l'écart entre les rendements obligataires de la zone euro et ceux des Etats-Unis a reculé; ces développements sont imputables aux anticipations des opérateurs de marché concernant une baisse du différentiel entre les taux directeurs aux Etats-Unis et dans la zone euro. Alors que début novembre les rendements obligataires américains avaient atteint leur sommet de l'année, ils se sont par la suite inscrits en baisse en raison de l'atténuation des craintes inflationnistes et des anticipations de politique monétaire y relatives. Ces facteurs ont été renforcés par les commentaires du Président de la BCE concernant une éventuelle hausse des taux directeurs de la zone euro.

#### 1.1.4 Les marchés boursiers

Au Japon et dans la zone euro, les marchés boursiers ont poursuivi leur tendance haussière tandis qu'aux Etats-Unis le Standard and Poor's 500 n'a enregistré des gains importants que vers la fin de la période sous revue. La performance du Nikkei 225 fut particulièrement extraordinaire en raison de l'évolution propice de l'économie japonaise, de la dépréciation du yen face au dollar, de la réélection du Premier ministre Koizumi et des anticipations relatives à la privatisation de la poste japonaise. Suite à ces développements, l'indice japonais a progressé de 19,10% entre début septembre et le 25 novembre 2005; l'indice a clôturé la période à 14 784,29 points, dépassant ainsi le seuil des 14 000 pour la première fois depuis mai 2001. Dans la zone euro et aux Etats-Unis, les marchés boursiers ont été soutenus par la publication des bons résultats des entreprises, mais la montée des tensions inflationnistes en octobre a pesé sur les cours. L'indice Dow Jones EuroStoxx s'est établi à 318,10 points en fin de période, ce qui constitue une progression de 5,81% par rapport au premier septembre, alors que le Standard and Poor's 500 a progressé que de 3,93% pour s'inscrire à 1 268,25 points.

Graphique 7

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon (indice: 01/01/2005 = 100; données quotidiennes)



Source: Bloomberg

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

L'indice américain est resté globalement inchangé en septembre, tandis que les cours boursiers ont poursuivi leur hausse dans la zone euro et au Japon. Si les entreprises ont continué à publier de bons résultats aux Etats-Unis, cet effet positif a toutefois été contrebalancé par la hausse du taux directeur de la Federal Reserve le 20 septembre, ainsi que par l'incidence des ouragans. Par opposition, le Dow Jones EuroStoxx a augmenté de presque 5% au cours du mois, affichant ainsi une grande résistance à la hausse des prix pétroliers et à l'atonie relative de la croissance économique au sein de la zone euro. Les bons résultats effectifs et anticipés, ainsi que la dépréciation de l'euro par rapport au dollar américain, ont également soutenu les marchés boursiers de la zone euro. La forte progression du Nikkei 225, qui a excédé 9% en septembre, fut liée à la réélection de M. Koizumi et aux anticipations de privatisation de la poste.

En octobre, les cours boursiers ont évolué dans un climat d'incertitude accrue qui a pesé sur les marchés. La montée des tensions inflationnistes, suite à la publication de données adverses concernant l'évolution des

prix aux Etats-Unis et dans la zone euro et son incidence sur les anticipations relatives aux décisions de politique monétaire, a tiré les cours à la baisse tout en favorisant les rendements obligataires à long terme. Néanmoins, la baisse des cours du pétrole et la publication des bons résultats des entreprises dans la zone euro et aux Etats-Unis ont exercé un effet modérateur sur l'incidence des facteurs négatifs susmentionnés. La progression extraordinaire du Nikkei 225 a été interrompue en raison de ces tensions et de l'indicateur de confiance de la Banque du Japon qui était ressorti inférieur aux attentes.

Au cours du mois de novembre, les marchés boursiers ont resurgi en raison d'une baisse des cours du pétrole, des amorces de bons résultats par les entreprises et par la publication de données propices concernant la croissance économique. Ce dernier facteur fut particulièrement important aux Etats-Unis, où le Standard and Poor's 500 a enregistré des gains considérables suite à des signaux positifs concernant une croissance non-inflationniste. Le Dow Jones EuroStoxx et surtout le Nikkei 225 ont également progressé fortement en raison de l'évolution favorable de l'économie américaine qui a apportée son soutien aux développements propices respectivement des économies de la zone euro et du Japon.

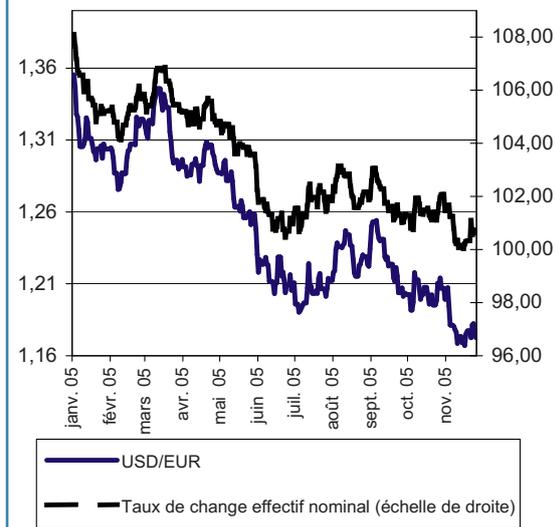
### 1.1.5 Les taux de change de l'euro

Le différentiel entre les taux directeurs des deux côtés de l'Atlantique s'est accru de cinquante points de base depuis début septembre, ce qui s'est répercuté sur le taux de change dollar-euro; le recul de l'euro face à la devise américaine s'est à son tour transmis sur le taux de change effectif de l'euro, bien que cet impact fut quelque peu atténué par le repli de plusieurs autres devises dont le yen japonais et la couronne suédoise. Ainsi, depuis la fin-août 2005, le taux de change effectif nominal<sup>1</sup> de l'euro a baissé de 1,28% alors que l'euro s'est déprécié de 5,03% contre le dollar américain, pour s'établir à 1,1725 en date du 25 novembre 2005. En novembre, l'euro a d'ailleurs atteint son creux de deux ans face à la devise américaine.

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

Graphique 8

Les taux de change de l'euro



Source: Bloomberg, BCE

Le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement déprécié en septembre. Cette baisse est largement imputable à l'évolution de l'euro face au dollar qui intervient avec un poids considérable dans le calcul du taux de change effectif. L'appréciation du dollar était liée au regain d'optimisme, au cours du mois, relatif aux conséquences économiques de l'ouragan Katrina et son incidence sur la politique monétaire de la Federal Reserve qui a d'ailleurs haussé son taux directeur à 3,75% le 20 septembre, à la publication de chiffres élevés d'achats d'actifs américains par les étrangers en juillet et par le résultat des élections en Allemagne. La plupart des autres principales devises sont demeurées nettement plus stables. Il convient également de noter qu'à la date du 23 septembre, la banque centrale de la Chine a élargi la fourchette de fluctuation quotidienne du renminbi contre les devises autres que le dollar américain de 1,5% à 3,0%.

Le taux de change effectif de l'euro est ensuite demeuré globalement constant au mois d'octobre. D'une part, le dollar et la livre sterling sont restés quasiment inchangés au cours du mois; d'autre part, le yen et la couronne suédoise se sont repliés. Le recul du yen par rapport à l'euro fut entre autre imputable à l'incidence du prix élevé du pétrole sur l'excédent des comptes courants, tandis que la publication de données faisant apparaître une stabilité de la demande des non résidents pour les titres publics américains supportait le dollar.

Dans les deux premières semaines du mois de novembre, le taux de change effectif et le taux de change dollar-euro se sont dépréciés de concert. Alors que le dollar américain a atteint son sommet de deux ans face à l'euro, dans la deuxième moitié de novembre les anticipations des opérateurs de marché concernant les politiques monétaires respectives aux Etats-Unis et dans la zone euro ont toutefois très légèrement inversé la tendance haussière du dollar observée depuis quelques mois. Si au cours du mois l'euro est demeuré globalement stable par rapport au yen japonais et au franc suisse, il s'est déprécié envers la couronne suédoise.

Les devises du Mécanisme de change européen II (MCE II) sont restées pratiquement inchangées dans la période sous revue, les fluctuations ayant été particulièrement faibles au mois d'octobre. A noter que suite aux décisions du 25 novembre 2005, la Slovaquie a rejoint le MCE II; dans le cadre du MCE II, les cours d'intervention obligatoire s'inscrivent à +/- 15% par rapport au cours pivot de la couronne slovaque face à l'euro qui a été fixé à SKK/EUR 38,4550.

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

L'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH global est ressortie, en rythme annuel, à 2,6% en septembre et à 2,5% en octobre, contre 2,2% au cours des mois de juillet et août 2005. L'accélération significative de l'inflation en septembre 2005 est largement liée à l'évolution défavorable des prix de l'énergie. Le taux de croissance annuel des prix de l'énergie s'est en effet inscrit en forte hausse en septembre, s'établissant à 15,2%, contre 11,6% en août 2005. Le recul du rythme de progression de prix de l'énergie à 12,2% en octobre, a été contrebalancé par la hausse des taux annuels de plusieurs autres composantes de l'IPCH, empêchant ainsi un recul plus prononcé de l'inflation globale en octobre.

La progression annuelle des prix des produits alimentaires non transformés a progressivement augmenté au cours des derniers mois pour s'établir à 1,2% en octobre, contre 0,3% en juillet 2005. En parallèle, les prix des produits alimentaires transformés se sont également inscrits sur une trajectoire ascendante depuis le mois de juillet 2005 pour atteindre 2,4% en octobre, 0,8 point de pourcentage de plus qu'en juillet. Par contre, le taux de progression annuel des prix des services a légèrement reculé à 2,2% en septembre et octobre 2005, après avoir été stable à 2,3% en juillet et août. Les tensions sur les prix des produits manufacturés demeurent modérées: sur un an, ces prix ont en effet

été stables en juillet et août tandis que les progressions en septembre et octobre se limitent à 0,2 et 0,3%.

Le taux de croissance annuel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés a progressé légèrement en septembre, à 1,5% contre 1,4% au cours des trois mois précédents et pour se maintenir au même niveau en octobre.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH s'est établie à 2,4% en novembre 2005. Bien qu'une ventilation détaillée des différentes composantes ne soit pas encore disponible, il est probable que les prix de l'énergie ont continué d'exercer des tensions à la hausse.

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

	2002	2003	2004	2004 oct.	2004 nov.	2004 déc.	2005 janv.	2005 févr.	2005 mars	2005 avril	2005 mai	2005 juin	2005 juil.	2005 août	2005 sept.	2005 oct.	2005 nov.
<b>IPCH global</b>	2,3	2,1	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,4
<i>dont:</i>																	
<b>Biens</b>	1,7	1,8	1,8	2,2	2,0	2,0	1,6	1,8	1,9	2,1	1,6	1,9	2,1	2,2	2,9	2,6	
<i>Alimentation</i>	3,1	2,8	2,3	1,2	1,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,5	1,8	1,9	
- Produits alimentaires non transformés	3,1	2,1	0,6	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3	0,8	1,0	0,6	0,3	1,1	1,1	1,2	
- Produits alimentaires transformés	3,1	3,3	3,4	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7	2,3	2,4	
<i>Produits manufacturés</i>	1,0	1,2	1,6	2,7	2,5	2,0	1,7	1,8	2,2	2,4	1,8	2,2	2,6	2,6	3,5	3,0	
- Produits manufacturés hors énergie	1,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	
- Energie	-0,6	3,0	4,5	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8	10,2	6,9	9,4	11,8	11,6	15,2	12,2	
<b>Services</b>	3,1	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5	2,2	2,5	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2	
IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés	2,5	2,0	2,1	2,0	1,9	2,1	1,8	1,6	1,6	1,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	

Source: Eurostat

Les récentes projections établies par les services de l'Eurosystème indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2005, pour se situer entre 1,6% et 2,6% en 2006. Par rapport aux projections macroéconomiques publiées en septembre 2005, les intervalles de projection pour l'inflation de 2006 ont été revus à la hausse en raison de la hausse des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix reflètent également l'hypothèse d'une persistance de l'actuelle modération salariale.

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

Après avoir ralenti tout au long de l'année 2004, la croissance économique s'est poursuivie à un rythme modéré au cours du premier semestre de 2005. Le PIB réel a connu un léger sursaut au premier trimes-

tre (0,4% en glissement trimestriel) qui a été suivi d'un retrait au cours du deuxième trimestre (0,3%). La première estimation de la progression trimestrielle du PIB disponible pour le troisième trimestre de 2005 laisse transparaître une nette amélioration (+0,6%) en ligne avec les prévisions de renforcement graduel de l'activité telles que décrites par le Conseil des gouverneurs, la Commission européenne et l'OCDE.

L'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses révèle que la croissance affichée au deuxième trimestre a été soutenue par la demande domestique (qui a contribué à hauteur de 0,4 pp<sup>2</sup>) et plus particulièrement par la variation des stocks (0,2 pp). La contribution respective de chacune des autres composantes de la demande domestique est pourtant demeurée atone. Plus en détail, la part contributive de la consommation finale des ménages et des ISBLSM est restée faible (0,1 pp), ce qui pourrait refléter,

2 Les contributions à la progression du PIB sont présentées en point de pourcentage (pp) à l'erreur d'arrondi près.

pour partie, l'incidence négative du renchérissement des cours du pétrole sur le revenu réel. Bien qu'ayant enregistré une accélération au cours du trimestre sous revue, principalement sous l'effet d'un rebond dans le secteur de la construction, la formation brute de capital fixe n'a que faiblement participé à la consolidation de la progression de l'activité au deuxième trimestre 2005 (0,1 pp). Parallèlement, la part contributive de la dépense de consommation finale des administrations publiques est aussi restée modeste (0,1 pp).

Sur le plan externe, le renforcement de la progression des exportations, qui met en lumière une situation mondiale généralement favorable, a été neutralisé par un redressement substantiel de la croissance des importations. Par conséquent, la contribution des exportations nettes a amputé la croissance du PIB (de 0,1 pp) au cours du trimestre sous revue.

Dans une optique prospective, la reprise amorcée au cours du troisième trimestre de 2005 conforte le scénario de base retenu par l'Eurosystème, la Commission européenne et l'OCDE à savoir, celui d'une amélioration graduelle de l'activité économique qui devrait continuer à se redresser et se généraliser au cours des mois à venir. Les dernières projections de décembre de l'Eurosystème pour les années 2005 à 2007 s'inscrivent dans ce schéma de redémarrage de la croissance, étant même plus optimistes que celles issues de l'exercice de projections de septembre 2005 pour les années 2005 et 2006. En effet, les taux de progression annuels du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont été réajustés à la hausse, s'établissant désormais dans des fourchettes de 1,2% à 1,6% pour 2005 et de 1,4% à 2,4% pour 2006 et 2007.

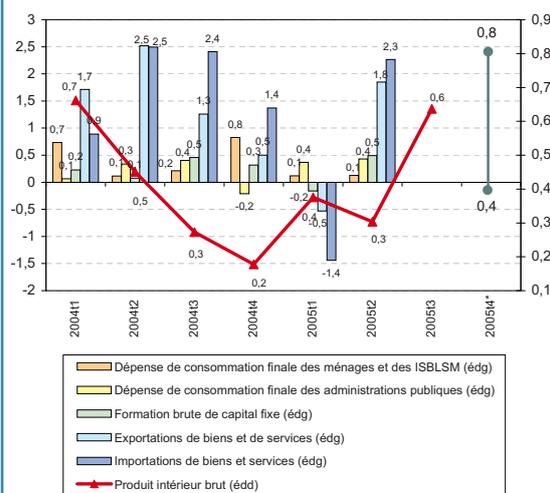
Parmi les composantes de la demande domestique, la croissance annuelle de la consommation privée devrait se fixer dans une fourchette de 1,1% à 1,5%, en 2005 reflétant la modeste croissance du revenu réel disponible ainsi que l'impact négatif de la hausse du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages. Puis, de 2006 à 2007, la croissance annuelle de la consommation privée s'accélérerait modérément dans des intervalles de 0,9% à 1,9% et de 0,6% à 2,2% respectivement, en phase avec l'évolution du revenu réel disponible qui devrait être soutenu notamment par l'accélération de la progression de l'emploi. Soulignons que le taux d'épargne pourrait demeurer quasiment stable au cours des années en question. Parallèlement, la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans des intervalles de 1,4% à 2,4%, de 1,6% à 4,6% et de 1,5% à 4,7% de 2005 à 2007, dans la mesure où l'investissement productif

devrait profiter de la forte demande étrangère et bénéficier des conditions de financement favorables ainsi que des bons résultats des entreprises. L'investissement privé résidentiel continuerait de progresser à un rythme modéré au cours de la période de projections.

La progression des exportations et des importations devrait décélérer dans le courant de 2005 (se fixant dans des fourchettes de resp. de 2,6% à 5,4% et de 3,4% à 6,0%) pour se renforcer par la suite. La croissance annuelle des importations suivrait un sentier largement parallèle à celui emprunté par les exportations, de sorte que les exportations nettes ne dégageraient qu'une faible contribution à la croissance du PIB sur l'horizon de projections.

Graphique 9

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



Source: Eurostat, Commission européenne

\* prévision de la Commission européenne (édd)

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

(variations annuelles en pourcentages)

	2004	2005	2006	2007
<b>Prévisions de la Commission européenne</b>				
PIB réel	2,1	1,3	1,9	2,1
<b>Prévisions de l'OCDE</b>				
PIB réel	1,8	1,4	2,1	2,2
<b>Projections de l'Eurosystème (intervalles)</b>				
PIB réel	1,8	1,2 – 1,6	1,4 – 2,4	1,4 – 2,4
Consommation privée	1,4	1,1 – 1,5	0,9 – 1,9	0,6 – 2,2
Consommation publique	1,1	0,4 – 1,6	1,1 – 2,1	0,5 – 1,5
Formation brute de capital fixe	1,6	1,4 – 2,4	1,6 – 4,6	1,5 – 4,7
Exportations de biens et de services	6,1	2,6 – 5,4	4,3 – 7,5	4,1 – 7,3
Importations de biens et de services	6,3	3,4 – 6,0	4,2 – 7,6	3,5 – 6,9

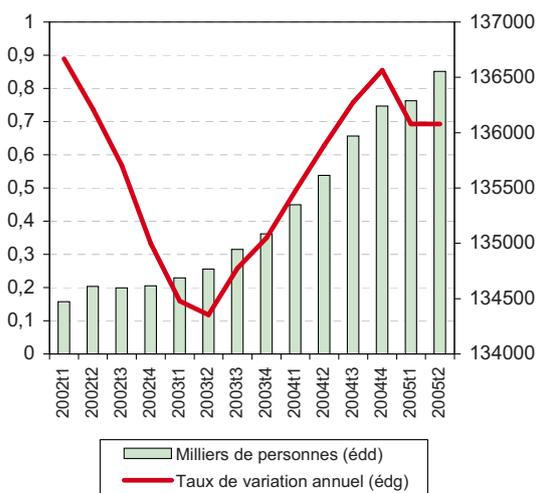
Source: BCE, Commission européenne et OCDE

La situation sur le marché de l'emploi s'est améliorée dans la zone euro au cours des trois premiers trimestres 2005. Après être restée largement inchangée en 2003, la croissance annuelle de l'emploi est redevenue modérément positive dans le courant de 2004. Les données disponibles pour le premier semestre de 2005 confirment cette tendance avec une hausse de 0,6% en glissement annuel au cours du premier semestre de 2005 après 0,8% au cours du second semestre de 2004. Les données d'enquêtes de la Commission européenne relatives à l'évolution de l'emploi au sein de la zone euro laissent augurer une poursuite de l'embellie des perspectives d'emploi dans l'industrie et le secteur des services au troisième trimestre et par extension au second semestre de l'année en cours.

Cette création nette d'emplois se fait désormais aussi sentir sur le front du chômage qui, après un plafonnement durant deux années, s'inscrit désormais en baisse et atteint 8,4% en septembre.

Graphique 10

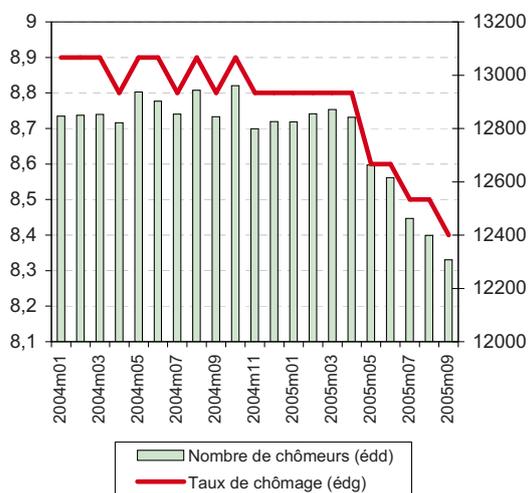
Variation annuelle et niveau de l'emploi total (à l'erreur d'arrondi près)



Source: Eurostat

Graphique 11

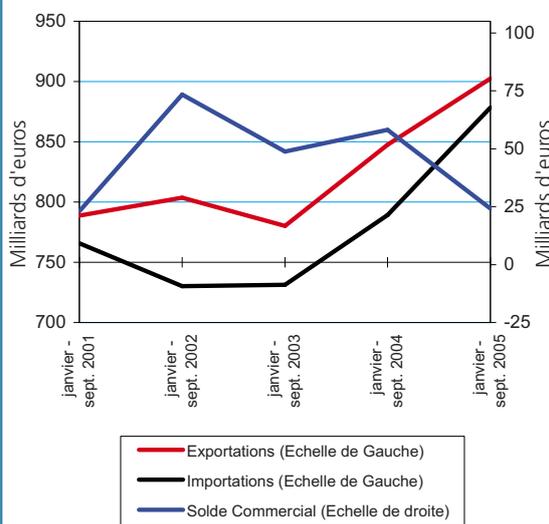
Nombre de chômeurs (milliers de personnes) et taux de chômage standardisé pour la zone euro (en % de la population active)



Source: Eurostat

Graphique 12

Evolution du commerce extérieur de la zone euro (données brutes)



Source: Eurostat

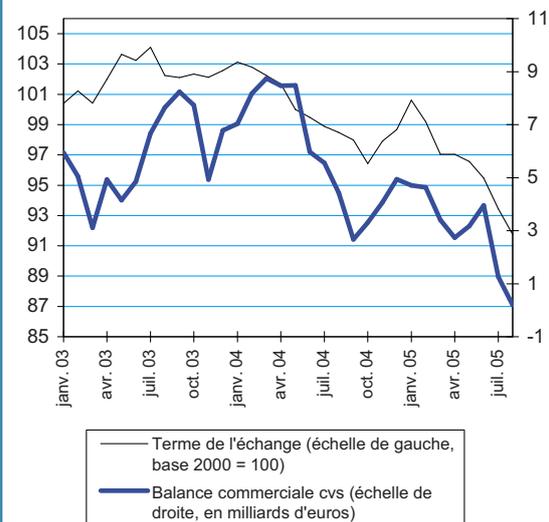
### 1.1.8 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro a fortement diminué en atteignant 24 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2005 contre 58 milliards à la même période de 2004. Cette sensible chute s'explique par la croissance à concurrence de 11% des importations qui, sous l'effet du renchérissement du pétrole, ont atteint 878 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2005 contre 789 milliards sur la période correspondante de 2004. Les exportations de la zone euro ont certes enregistré une performance relativement bonne (+6,5% à 902 milliards d'euros), mais elle a été largement en-dessous de la progression des importations. Toutefois, en termes réels, les importations et les exportations ont progressé au même rythme de 4% (voir graphique 14). Quant à l'évolution des prix relatifs, elle montre une détérioration de 4,7% pour les termes de l'échange, les valeurs unitaires à l'importation ayant augmenté de 6,7% en moyenne contre 2% pour les exportations.

L'évolution des données corrigées des variations saisonnières (cvs) montre que sur les neuf premiers mois de 2005 la moyenne mensuelle (2,8 milliards d'euros) de l'excédent commercial de la zone euro est largement en-dessous du niveau (6,6 milliards d'euros) atteint sur la période correspondante de 2004. Cette détérioration du solde commercial est associée à la dégradation des termes de l'échange consécutive notamment à la hausse prononcée des prix du pétrole.

Graphique 13

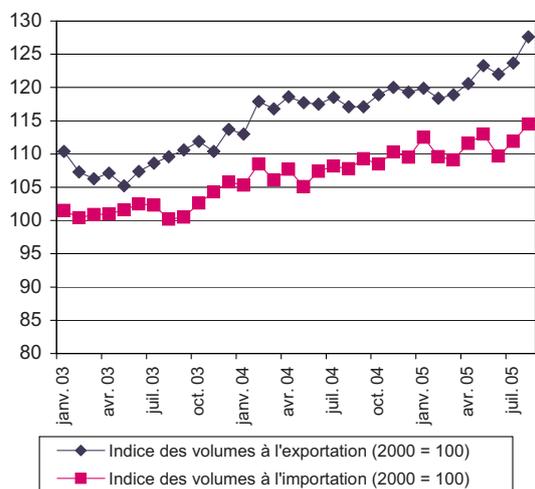
Evolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro (données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source: Eurostat

Graphique 14

Evolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro (données cvs)



Source: Eurostat

Sur les neuf premiers mois de 2005, la répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que l'excédent important dans le domaine des machines et véhicules a progressé de 3% pour atteindre 105 milliards d'euros. Le surplus dégagé sur les produits chimiques et connexes (près de 52 milliards) a quasiment stagné tandis que l'excédent sur les articles manufacturés a chuté de 5% à 25 milliards d'euros. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les combustibles minéraux et lubrifiants (pétrole essentiellement) ont vu leur déficit grimper de 45% à 140 milliards d'euros. De même, le déficit dans les matières premières (20 milliards environ) s'est alourdi.

En ce qui concerne les évolutions selon les principaux partenaires commerciaux en dehors de l'UE-25<sup>3</sup>, l'excédent de la zone euro vis-à-vis des Etats-Unis a progressé de 4%, soit 46 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2005. De même, le surplus commercial vis-à-vis des pays d'Europe Centrale et de l'Est (sans les nouveaux membres de l'UE) s'est amélioré de 9% à 8,6 milliards d'euros. En revanche, le surplus vis-à-vis de la Suisse (9,7 milliards) s'est légèrement contracté. Sur les neuf premiers de 2005, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+45% pour atteindre 52 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+171% pour atteindre

24 milliards), la Russie (+49% pour atteindre 22 milliards), la Norvège (+7,6% pour atteindre 14 milliards) et le Japon (-14% pour atteindre 13,5 milliards).

### 1.1.9 La balance des paiements

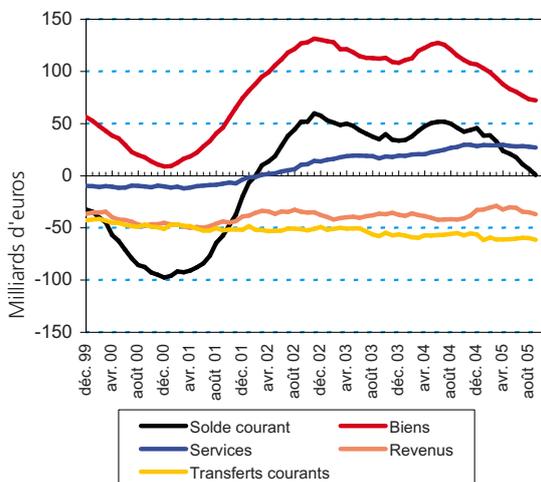
#### 1.1.9.1 Le compte des transactions courantes

En données non corrigées des variations saisonnières, l'excédent courant de la zone euro a nettement fléchi en atteignant 600 millions d'euros sur les douze derniers mois cumulés jusqu'en septembre 2005 contre 46 milliards sur la même période s'achevant en septembre 2004. Cette sensible détérioration du solde courant cumulé, qui à cette allure (voir graphique) va probablement retrouver sa situation déficitaire des périodes antérieures à février 2002, s'explique essentiellement par la forte baisse de l'excédent cumulé des biens qui a atteint 72 milliards en septembre 2005 contre 115 milliards sur la période correspondante de 2004. Sous l'effet notamment du renchérissement du prix du pétrole, les importations de marchandises ont réalisé en valeur une progression plus importante que celle des exportations, provoquant ainsi une importante réduction (-37%) de l'excédent des marchandises. Par ailleurs, les échanges de services qui, comme les marchandises, apportent d'habitude une contribution positive au solde courant de la zone euro, ont enregistré une réduction de 3% de leur excédent (27 milliards d'euros). Le compte courant de la zone euro a également souffert d'une évolution défavorable des transferts courants dont le déficit s'est alourdi de 12% atteignant 61 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2005. Le déficit des revenus (37 milliards) s'est en revanche contracté de 15%.

<sup>3</sup> Au moment de la rédaction de ce Bulletin, les données de septembre pour le commerce vis-à-vis des pays de l'UE-25 non-membres de la zone euro n'étaient pas disponibles.

Graphique 15

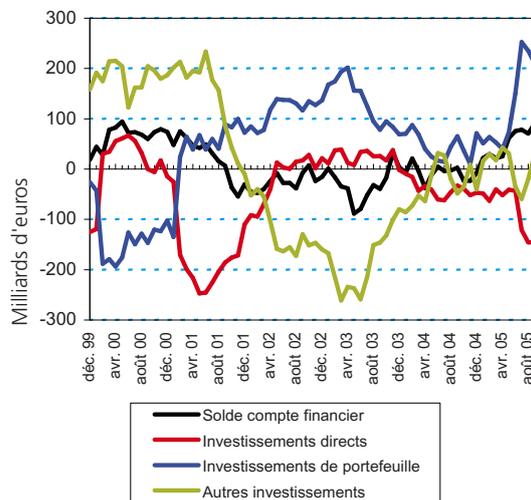
Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source: BCE

Graphique 16

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



Source: BCE

### 1.1.9.2 Le compte financier

Sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2005, les flux cumulés du compte financier de la zone euro ont enregistré une importation nette de capitaux de 90 milliards d'euros contre 2,7 milliards sur la période correspondante de 2004. Ces entrées de capitaux ont été occasionnées essentiellement par les investissements de portefeuille (211 milliards), mais aussi, dans une moindre mesure, par les autres investissements (27,8 milliards) et par les avoirs de réserve (réduction de 12 milliards). Les achats nets des titres de la zone euro par les non-résidents ont en effet rapporté au total 211 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2005 contre 65 milliards sur la même période de 2004. Cet engouement des non-résidents pour les titres de la zone euro, particulièrement pour les actions, s'explique sans doute par des performances (réalisées ou anticipées) relativement meilleures des marchés boursiers de la zone euro (Cfr. Section 1.1.4 ci-dessus). Les entrées nettes ci-dessus ont été en grande partie compensées par des sorties nettes au titre d'investissements directs (146 milliards d'euros). Profitant des perspectives de croissance notamment aux Etats-Unis, en Grande Bretagne et dans les pays émergents, les entreprises de la zone euro ont investi massivement à l'étranger au cours de cette période.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

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

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

Le rythme de progression de l'inflation annuelle au Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'est accéléré depuis le mois de juillet 2005, en raison, principalement, de la récente flambée des prix des produits pétroliers. Ainsi, l'inflation globale est passée de 2,2% en juin à 3,1% en octobre 2005, soit le taux annuel le plus élevé observé depuis mai 2001.

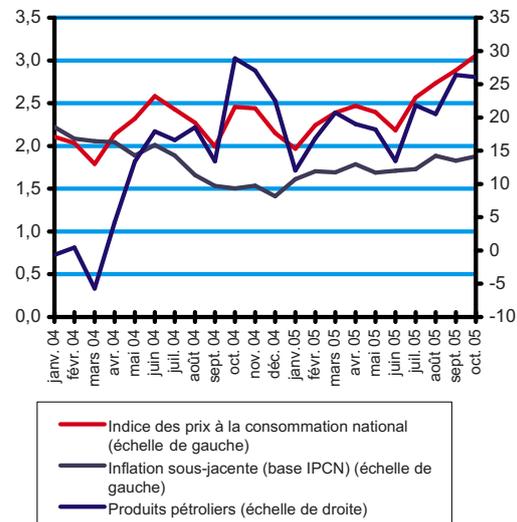
Le taux de progression annuel des prix des produits pétroliers qui était déjà de 13,4% en juin a presque doublé en passant à 26,0% en octobre 2005. Les données d'octobre 2005 des prix des produits pétroliers constituent ainsi la huitième hausse mensuelle enregistrée depuis le début de l'année, renforçant ainsi sensiblement le coût supporté par l'économie luxembourgeoise.

L'inflation sous-jacente<sup>1</sup> s'est légèrement détériorée au cours de la période allant de juin à octobre 2005, ressortant à 1,9% en octobre 2005, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en juin 2005. A rappeler qu'en octobre 2004, le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente était de 1,5%.

La hausse des prix des services reste soutenue avec 2,6% en octobre et la contribution de cette composante à l'inflation globale demeure de ce fait importante, avec quelque 0,9 point de pourcentage. Une tranche indiciaire est venue à échéance avec effet au 1<sup>er</sup> octobre 2005, ce qui suggère que les tensions sur les prix des services et, partant, sur l'inflation sous-jacente, devraient augmenter au cours des prochains mois.

Graphique 17

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



Source: STATEC

A noter que l'inflation annuelle mesurée selon l'indice harmonisé (IPCH), qui n'est guère représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération excessive des positions dont une proportion importante est consommée par des non-résidents (tabac et produits pétroliers), est montée en flèche au cours des derniers mois, s'établissant à 5,0% en octobre, contre 3,2% en juin 2005.

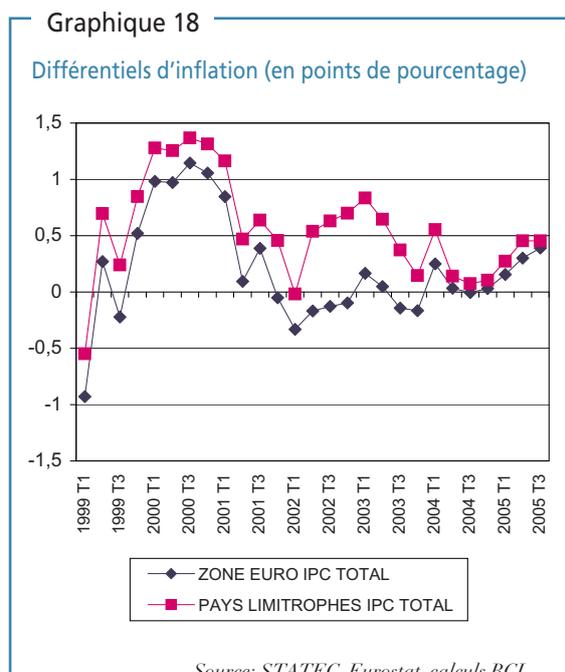
Les écarts d'inflation<sup>2</sup> du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 pour s'établir à, respectivement, 0,4 et 0,5 point de pourcentage au troisième trimestre 2005.

Le graphique ci-dessous montre que, depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM) en 1999, les différentiels d'inflation par rapport aux pays limitrophes ont été plus défavorables que les écarts par rapport à la zone euro. En effet, les écarts d'inflation annuels moyens calculés sur base des taux annuels des indices des prix à la consommation ont été de respectivement 0,2 et de 0,6 point de pourcentage par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes. Sur la période examinée (janvier 1999 à

<sup>1</sup> Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

<sup>2</sup> Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

septembre 2005), l'IPC du Luxembourg a progressé de 17,6% tandis que les IPCH de la zone euro et des pays limitrophes ont augmenté respectivement de 15,9 et de 13,5%.



Le tableau suivant analyse plus en détail les écarts d'inflation moyens du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes observés depuis le début de la phase III de l'UEM. Ces moyennes ont été calculées sur base des taux annuels observés pour tous les mois de la période allant de janvier 1999 (mise en place de l'euro) à septembre 2005. L'indice des prix à la consommation national a été utilisé pour le Luxembourg puisqu'il reflète mieux les habitudes de consommation des résidents que l'indice harmonisé. L'inflation de la zone euro et des pays limitrophes a été obtenue à partir des indices harmonisés. L'écart d'inflation constitue la différence entre le taux d'inflation annuel du Luxembourg et celui de respectivement la zone euro et les pays limitrophes. Le tableau présente une ventilation par ordre décroissant de l'écart annuel moyen par rapport à la zone euro.

Le nombre d'écarts favorables au Luxembourg (représentés par des chiffres négatifs) est faible et cela particulièrement pour ce qui concerne la comparaison avec les pays limitrophes.

**Tableau 3** *Écarts d'inflation annuel moyens par groupes de produits et pour l'indice global (janvier 1999 à septembre 2005, en points de pourcentage)*

<i>Indice global/Groupes de produits</i>	<i>Zone euro</i>	<i>Pays limitrophes</i>
Indice global	0,2	0,6
Services postaux	3,7	3,5
Équipements audiovisuels, photographiques et informatiques	3,0	3,3
Électricité, gaz et autres combustibles	1,3	1,3
Autres articles et équipements liés aux loisirs	1,2	1,5
Boissons non alcoolisées	1,1	1,3
Appareils de cuisine et de ménage	1,1	1,3
Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)	0,9	0,8
Loyers d'habitation réels	0,7	0,9
Biens et services pour l'entretien de l'habitation	0,7	1,2
Services récréatifs et culturels	0,7	1,4
Enseignement	0,6	1,8
Produits alimentaires	0,6	1,1
Boissons alcoolisées	0,4	0,5
Autres services n.d.a.	0,4	0,9
Articles d'habillement	0,3	1,1
Voyages à forfait	0,3	0,9
Articles de ménage en textile	0,3	0,7
Achats de véhicules	0,3	0,5
Meubles, articles d'ameublement etc, tapis etc.	0,3	0,8
Presse librairie et papeterie	0,3	0,6
Services d'hébergement	0,3	1,2
Services de transport	0,2	1,1
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	0,2	0,3
Soins corporels	0,1	0,3
Autres services relatifs au logement	0,1	0,4
Outillage pour la maison et le jardin	0,0	0,4
Restaurants et débits de boissons	0,0	0,9
Tabac	-0,1	-0,8
Services financiers	-0,2	0,5
Autres biens durables à fonction récréative et culturelle	-0,2	0,4
Articles chaussants	-0,3	0,6
Travaux courants d'entretien et de réparation du logement	-0,4	0,3
Protection sociale	-0,5	0,2
Effets personnels	-0,6	-0,5
Services hospitaliers	-1,2	-1,3
Assurance	-1,4	-0,4
Équipement de téléphonie et télécopie	-1,8	-2,5
Services de téléphonie et télécopie	-2,6	-2,9
Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical	-3,4	-1,8
Services de consultation externe (médical)	-4,5	-3,8

Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Le tableau ci-avant montre que les écarts d'inflation annuels moyens par rapport à la zone euro ont été particulièrement défavorables en ce qui concerne les groupes suivants: «services postaux», «équipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «électricité, gaz et autres combustibles», «autres articles et équipements liés aux loisirs», «boissons non alcoolisées», «appareils de cuisine et de ménage» et «utilisation des véhicules personnels». Par

contre, les groupes suivants ont affiché des écarts particulièrement favorables par rapport à la zone euro: «services de consultation externe (médical)», «produits et appareils thérapeutiques, matériel médical», «services de téléphonie et télécopie», «équipement de téléphonie et télécopie», «assurance» et «services hospitaliers».

Les groupes de produits affichant les écarts d'inflation les plus importants, que se soit à la hausse ou à la baisse,

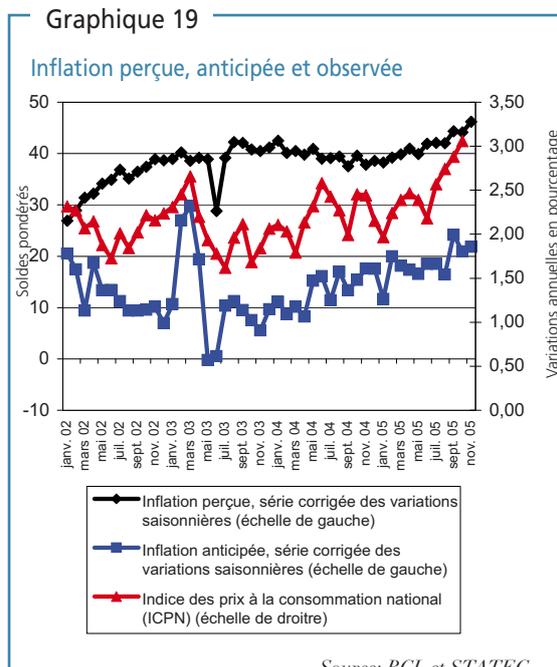
ne sont pas nécessairement ceux qui disposent d'une pondération élevée au niveau de l'indice global. Or, il semble nécessaire de prendre en considération les poids des différents groupes de produits dans l'indice global afin de pouvoir tirer des conclusions au sujet de la contribution des groupes individuels sur l'écart global. Nous avons estimé la contribution des différents groupes à l'écart constaté au niveau de l'indice global par le biais des seules pondérations retenues pour l'IPCN du Luxembourg pour l'année 2005.

En tenant compte des pondérations des groupes, sur la période examinée, l'impact des groupes suivants aurait été particulièrement défavorable sur l'écart d'inflation global par rapport à la zone euro: «utilisation des véhicules personnels» (y compris les carburants), «produits alimentaires», «équipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «électricité, gaz et autres combustibles», «loyers d'habitation réels», «achats de véhicules», «autres articles et équipements liés aux loisirs» et «biens et services pour l'entretien de l'habitation». Par contre, les groupes suivants auraient eu un impact baissier important sur l'écart d'inflation global par rapport à la zone euro: «produits et appareils thérapeutiques, matériel médical», «services de téléphonie et télécopie», «assurance» et «protection sociale».

En ce qui concerne les pays limitrophes, le classement des groupes dont l'impact des groupes aurait été particulièrement haussier est le suivant: «produits alimentaires», «utilisation des véhicules personnels» (y compris les carburants), «équipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «achats de véhicules», «restaurants et débits de boissons», «articles d'habillement», «électricité, gaz et autres combustibles», «biens et services pour l'entretien de l'habitation», «loyers d'habitation réels» et autres «autres articles et équipements liés aux loisirs».

L'analyse des données présentées ci-dessus permet de parvenir à la conclusion que les écarts moyens d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes observés depuis la mise en place de l'euro, semblent être liés à un nombre important de groupes de biens et de services compris dans l'IPCN total, plutôt qu'à un nombre restreint de produits.

En 2005, l'évolution des variables qualitatives relatives aux prix à la consommation, que sont l'inflation perçue et l'inflation anticipée, a assez bien reflété la tendance haussière observée au niveau de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation national. Cette conclusion est illustrée par le graphique qui suit.



## Indexation et probabilité de modification des prix à la consommation

Sur base d'environ 380.000 prix individuels collectés par le STATEC dans le cadre de la construction des indices national et harmonisé des prix à la consommation, une récente étude de la Banque centrale du Luxembourg a tenté d'évaluer les effets de l'échéance d'une tranche de l'échelle mobile des salaires sur la probabilité d'un ajustement à la hausse des prix à la consommation<sup>3</sup>. Il en ressort qu'une hausse cumulée des salaires a un impact significatif sur la probabilité d'un ajustement des prix des services. De plus, l'échéance d'une tranche de l'échelle mobile accroît la probabilité d'un ajustement à la hausse des prix des services et diminue la probabilité d'une baisse.

Les résultats empiriques obtenus pour l'ensemble des prix analysés sont statistiquement significatifs et révèlent que la probabilité d'un ajustement (hausse ou baisse) des prix progresse de 0,8 point de pourcentage au même mois dans lequel une tranche de l'échelle mobile échet et de 0,4 point de pourcentage le mois qui suit. Cet impact est clairement asymétrique : la probabilité d'une augmentation des prix augmente respectivement de 0,5 point de pourcentage et 0,9 point de pourcentage, tandis que la probabilité d'une diminution des prix se réduit de 0,4 point de pourcentage.

L'étude procède en deux étapes. Dans une première étape, les catégories de produits susceptibles d'être affectées par l'indexation des salaires sont identifiées à l'aide de l'estimation d'une régression multivariée. Cette dernière inclut les variables dépendantes retardées et une variable indicatrice afférente aux dates d'une nouvelle tranche de l'échelle mobile. Dans une seconde étape, les effets d'une nouvelle tranche de l'échelle mobile sur la probabilité d'une augmentation de prix sont estimés pour les catégories de produits identifiées dans la première étape par une régression de type «LOGIT».

Dans une première étape, la spécification subséquente est estimée pour 255 COICOP10 catégories  $i$  de l'IPCN:

$$\pi_{i,t}^P = \alpha + \beta_1 \pi_{i,t-1}^P + \sum_{l=1}^{L-1} \gamma_l \Delta \pi_{i,t-l}^P + \beta_2 I_{t-1} + \sum_{l=1}^{L-1} \delta_l \Delta I_{t-l} + \sum_{m=1}^{11} \varepsilon_m M^m$$

$\pi_i$  dénote le taux d'inflation de l'indice de prix  $p_i$  à temps  $t$ .  $I$  dénote une augmentation de 2,5% des salaires lors d'une nouvelle tranche de l'échelle mobile.  $L$  et  $M$  représentent l'opérateur de différence, l'opérateur de décalage ( $L$  dénote le nombre total des retards) et les variables indicatrices mensuelles. Par souci de robustesse des résultats, l'équation est estimée séparément pour des retards d'un mois à six mois. Les estimations suggèrent un impact robuste significatif d'une nouvelle tranche de l'échelle sur l'indice désagrégé de 10 catégories de produits présentées dans le tableau ci-dessous.

**Tableau 4 Catégories pour lesquelles l'indexation des salaires cause des effets inflationnistes**

COICOP10	Catégories
01.02.02.01.01	Eaux minérales gazeuses et non gazeuses
04.01.01.01.01	Loyers pour maison
04.03.02.01.01	Services d'entretien du logement
05.01.01.01.01	Mobilier de salon, salle à manger et bureau
05.01.01.01.03	Mobilier de chambre à coucher
05.03.03.01.01	Réparation des appareils ménagers
05.06.02.01.01	Emploi de personnel domestique, etc.
07.02.03.01.01	Entretien et réparations
09.01.03.01.01	Équipement informatique
12.01.01.01.01	Salons de coiffure

Source: BCL

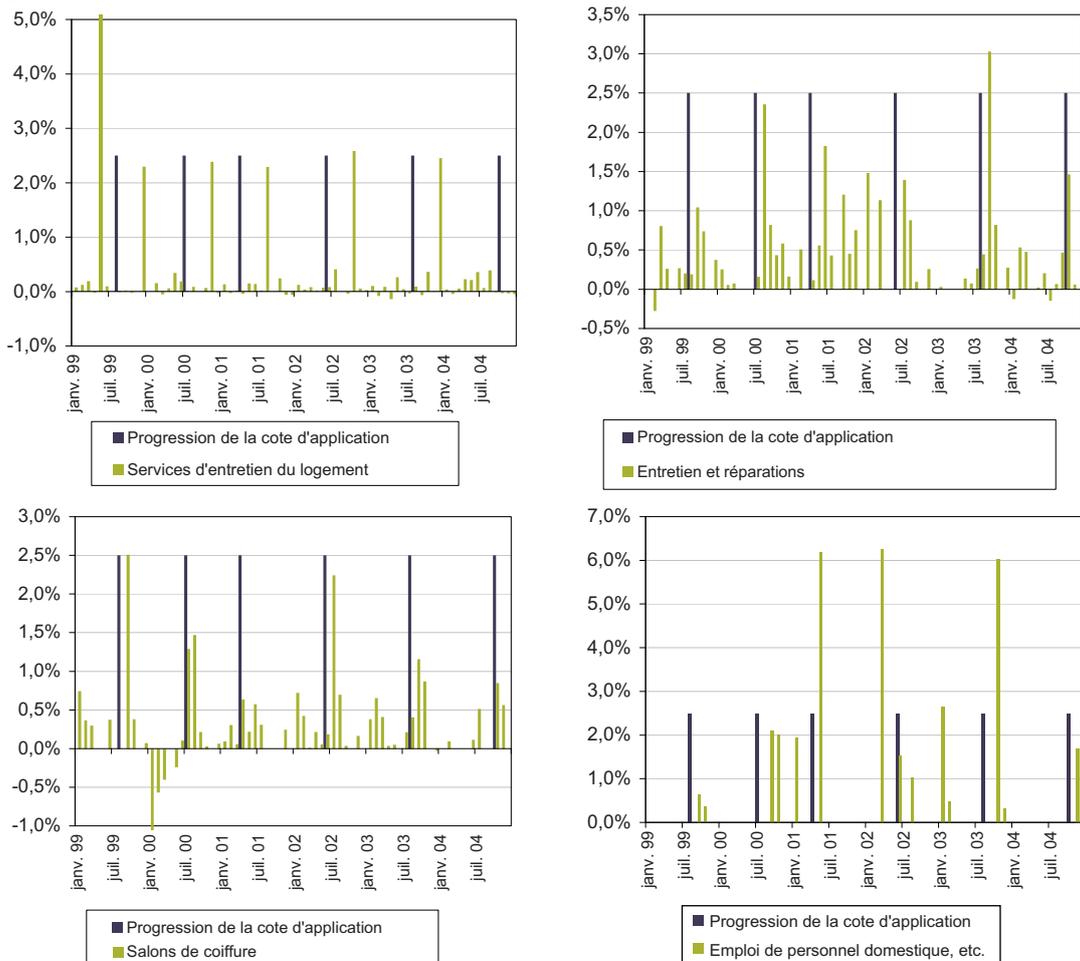
<sup>3</sup> Voir le cahier d'étude No. 17 de la Banque centrale du Luxembourg sur „Consumer Price Behaviour in Luxembourg: Evidence from Micro CPI Data“ (page 40). Le cahier peut être téléchargé à partir du site <http://www.bcl.lu>.

Les résultats issus de cette première étape sont conformes à nos attentes. Ils suggèrent, en particulier, que des hausses de prix sont présentes pour ces catégories COICOP10 pour lesquelles les prix semblent directement liés aux coûts salariaux. Par exemple, les catégories concernées sont relatives aux 'Services d'entretien du logement', à la 'Réparation des appareils ménagers', à 'l'Emploi de personnel domestique, etc.' et à 'l'Entretien et réparations' et aux 'Salons de coiffure'.

Dans une deuxième étape, l'analyse détermine les implications d'une nouvelle tranche de l'échelle sur la probabilité d'observer une augmentation des prix individuels. Essayant de confirmer les résultats obtenus de la régression multivariée, l'étude procède avec une régression «LOGIT» pour les prix individuels de quelques-unes des catégories COICOP10 présentées dans le tableau précédent en introduisant des retards différents entre la date d'une nouvelle tranche et son effet sur la probabilité d'une augmentation des prix. Les résultats confirment les résultats de la régression multivariée et indiquent que la durée peut varier d'un à quatre mois entre la tranche de l'échelle mobile et l'augmentation subséquente des prix. Le tableau ci-dessous montre, pour des catégories de produit sélectionnées, les dates de l'échéance d'une tranche d'échelle mobile des salaires et l'ajustement subséquent des prix. Pour toutes les catégories présentées dans ce tableau, il y a un effet statistique significatif, indiquant que l'indexation de salaires est à la base d'une hausse des prix des catégories sélectionnées.

Graphique 20

L'indexation des salaires et les changements de prix: modification mensuelle de prix des 4 indices COICOP10 sélectionnés



Source: BCL

## Projections d'inflation

### Hypothèses

Mi-novembre, l'euro cotait aux environs de 1,19 USD/EUR, soit un niveau similaire aux prévisions antérieures datant de septembre 2005<sup>4</sup>. Le prix du Brent en dollar s'est quant à lui établi simultanément autour de 58\$/bl et les

marchés à terme anticipent une convergence graduelle vers un niveau légèrement supérieur à 60\$/bl en décembre 2006 – un niveau également similaire aux hypothèses de l'exercice de septembre 2005. En somme, la révision, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole en euros sur la période de prévision est marginale. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 5 *Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation*

	2004	2005	2006	05-T3	05-T4	06-T1	06-T2	06-T3	06-T4
Prix du pétrole (Brent) en \$	38,3	55,0	60,0	61,9	58,9	59,2	60,0	60,2	60,4
Taux de change \$/€	1,24	1,25	1,19	1,22	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	20,7	43,6	13,5	49,1	43,2	36,8	22,8	-0,4	2,8

Source: BCL

Dans son projet de budget pour l'année 2006, le gouvernement a introduit une mesure fiscale ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. La mesure est identique à celle prise en 2005, en l'occurrence une majoration des accises sur le diesel de 12,5€/1 000l. Selon nos estimations, l'impact de cette mesure sur les prix à la consommation serait marginal; de plus, cet impact serait également inférieur à l'effet total des mesures fiscales sur l'énergie mises en œuvre dans le cadre des budgets pour les années 2004 et 2005.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes ont, en moyenne, été en ligne avec nos projections antérieures. Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessite ainsi guère d'adaptations, si ce n'est pour un ajustement sur la composante tabac. Ce sous-indice est en effet affecté d'une pondération de 11,4% dans l'IPCH et, étant donné les hausses de prix du tabac généralement observées, il exerce un impact considérable sur l'évolution de l'IPCH<sup>5</sup>. Sur base du projet de loi relatif au budget du gouvernement central pour l'année 2006, les taxes indirectes sur le tabac ne seraient pas ajustées en 2006<sup>6</sup>, ce qui constituerait une rupture par rapport à la tendance observée au cours des années passées au cours desquelles le gouvernement avait régulièrement procédé à de tels ajustements. Sur base de l'absence

d'une telle mesure fiscale qui, par le passé, a souvent été l'élément déclencheur de l'ajustement du prix final du tabac, il est plus indiqué d'admettre un prix de vente inchangé au courant de l'année 2006. En vertu de ces arguments, nous avons revu à la baisse nos projections pour l'IPCH excluant l'énergie.

Outre ce phénomène ponctuel, il n'y a pas lieu de signaler des changements particuliers qui exerceraient un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été incorporé dans nos projections précédentes. En ce qui concerne l'inflation importée, par hypothèses l'euro est sensé rester figé aux taux de change actuels durant la période de projection. Par contre, la croissance dans la zone euro a, sur base d'une estimation rapide, connu un rebond considérable au troisième trimestre: il semble donc que l'économie européenne, eu égard à la forte hausse passée du prix du pétrole et sa persistance à un niveau élevé, fasse preuve d'une résistance considérable. Les prévisions de croissance récentes de l'Eurosystème sont globalement restées inchangées par rapport à l'exercice de juin 2005 confirmant ainsi le scénario d'une reprise conjoncturelle progressive à partir du deuxième semestre 2005. Dans ce contexte, l'attention se tourne vers la vitesse avec laquelle l'écart entre la production effective et son niveau potentiel va se rétrécir et risque de provoquer des tensions inflation-

<sup>4</sup> Voir Bulletin 2005/2 BCL, pp.27-28

<sup>5</sup> La pondération du tabac dans l'IPCH n'est que de 1,6%.

<sup>6</sup> Une mesure sur le tabac est spécifiée dans le budget du gouvernement, en l'occurrence le relèvement du droit d'accises autonomes, de 1% à 1,3%, sur les cigarettes. En revanche, l'impact de cette mesure sur les prix semble marginal de sorte qu'il pourrait être absorbé par la marge de profit des manufacturiers de tabac.

nistes. A l'heure actuelle, les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins, devraient encore rester limitées. Le risque inflationniste induit par l'évolution des salaires ne s'est notamment pas renforcé. La modération salariale observée dans plusieurs pays de la zone euro, en particulier en Allemagne, constitue un argument pour une évolution modérée des prix à la consommation. Par contre, l'amélioration conjoncturelle, associée à l'embellie observée sur le marché du travail, en l'occurrence une baisse du taux de chômage dans la zone euro, rend les effets de second tour de la hausse du prix du pétrole également plus probable dans les pays voisins (ce qui est surtout le cas pour la Belgique). Au Luxembourg, ces effets sont davantage présents, en raison du mécanisme de l'indexation automatique des salaires et ils s'exercent principalement au travers de l'impact des salaires sur les prix des services.

#### Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCN énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCH énergie une évolution nettement défavorable au quatrième trimestre 2005 et au début de l'année 2006. Ce ne serait que vers le deuxième semestre 2006 que la contribution de l'énergie à l'inflation globale serait en moyenne neutre (voir graphique). En revanche, étant donné que les marchés financiers n'anticipent pas une dégrue du prix du pétrole, on peut à l'heure actuelle exclure le scénario d'une contribution négative de l'énergie à l'inflation globale. Comparé à l'exercice précédent, les projections n'ont été adaptées que marginalement tel que décrit ci-dessus.

En 2005, l'IPCH excluant l'énergie progresserait de l'ordre de 2,4%, un scénario inchangé par rapport aux projections précédentes. Par contre, pour 2006, les projections pour l'IPCH excluant l'énergie ont été ajustées à la baisse pour tenir compte des adaptations relatives aux projections du prix du tabac. L'IPCH excluant l'énergie connaîtrait alors une décélération autour de 1,8% en 2006, un taux qui se rapprocherait alors de ceux observés dans les pays voisins.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'évolution de l'IPCN global s'est récemment accéléré, pour atteindre 3,1% en octobre. Sur base des éléments précités et de nos projections, ce taux constitue probablement un maximum. L'inflation devrait en effet reculer au cours des prochains mois, un reflux qui se ferait en deux étapes. La décélération serait encore fort graduelle au premier semestre lorsque les taux d'inflation seront encore influencés par la hausse du prix du pétrole, mais elle devrait s'accélérer au deuxième semestre lorsque cet effet de base s'estompera graduellement. En moyenne, l'inflation demeurerait supérieure à 2% sur l'horizon de prévision et la décélération de l'inflation globale, de 2,5% à 2,2%, ne serait attribuable qu'à une moindre contribution de la composante énergie (voir graphique). Contrairement à l'IPCH excluant l'énergie, l'IPCN excluant l'énergie connaîtrait notamment une légère accélération en 2006, basée sur une inflation plus élevée des prix des services. La différence de profil entre les versions nationales et harmonisées de l'indice des prix à la consommation excluant l'énergie provient intégralement des différences de pondérations. Alors que le tabac, compte tenu de sa pondération, génère un impact important sur le profil de l'IPCH, tel n'est pas le cas pour l'IPCN. Le profil de l'IPCN est davantage dominé par les biens industriels non-énergétiques et les services. Par ricochet, l'absence d'une mesure fiscale sur le tabac en 2006, qui est à la base de la décélération projetée de l'IPCH excluant l'énergie, a moins d'impact à la baisse dans les projections de l'IPCN excluant l'énergie.

Etant donné l'absence d'une hausse de fiscalité sur le tabac, l'impact des mesures gouvernementales à l'inflation globale devrait baisser en 2006 par rapport aux années précédentes. L'impact projeté d'une contribution de l'ordre de 0,3pp à la progression de l'IPCN en 2006 proviendrait alors presque exclusivement des prix administrés. Bien que le détail de mesures administratives avec effet sur les prix à la consommation, que ce soit en provenance du gouvernement central, de la sécurité sociale ou des communes ne soit pas encore entièrement connu, il est possible que l'impact via les prix administrés s'accélère en 2006 par rapport à 2005.

**Tableau 6 Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)**

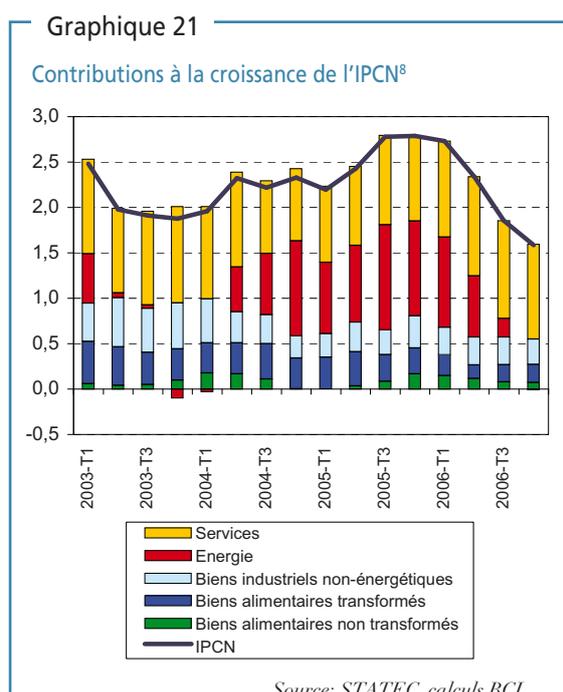
	2004	2005	2006	2005-2 <sup>e</sup> sem.	2006-1 <sup>er</sup> sem.	2006-2 <sup>e</sup> sem.
IPCN	2,2	2,5 (0,1)	2,2	2,7 (0,2)	2,6 (0,2)	1,8
IPCN hors énergie	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
IPCH	3,2	3,8 (0,1)	2,4	4,2 (0,3)	3,3 (-0,3)	1,4
IPCH énergie	11,8	15,3 (1,0)	6,1	18 (2,0)	12,9 (0,1)	0,1
IPCH hors énergie	2,5	2,4 (-)	1,8	2,4 (0,1)	2 (-0,3)	1,6
Impact des mesures gouvernementales <sup>7</sup> sur l'IPCN, en pp	0,6	0,4 (-)	0,3	-	-	-
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,5	1,3 (-)	0,5	-	-	-

Source: BCL

En raison des révisions apportées aux prévisions d'inflation, la prochaine indexation automatique des salaires surviendrait plus tard qu'initialement escompté. Elle est maintenant prévue pour le tournant de l'année 2006/2007.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les données relatives au deuxième trimestre 2005 témoignent d'une baisse des prix à la production industrielle. Ce recul trimestriel de 0,9% intervient néanmoins après une progression très prononcée des prix au cours des cinq trimestres précédents et ne constitue par conséquent qu'un léger mouvement de correction. Sur base annuelle, la progression des prix au cours des huit premiers mois de l'année s'affiche à 9,5%, une évolution qui résulte essentiellement d'un effet de base favorable, en l'occurrence de la progression des prix au courant de l'année 2004. Pour rappel, en 2004 la progression des prix a été la plus importante sur les 15 dernières années et elle a nettement excédé le taux correspondant relevé dans la zone euro. La stabilisation du taux de change dollar/euro autour de 1,30\$/€ et une progression du prix moyen du pétrole de 47,7\$/bl au premier trimestre 2005 à 51,7\$/bl au deuxième trimestre 2005 ne plaident en principe pas pour une baisse des prix de vente de produits industriels. Ce paradoxe apparent pourrait s'expliquer par un moindre dynamisme de la demande, en particulier de la demande émanant de l'Asie du Sud-est, qui a vraisemblablement freiné la progression des prix. Selon les données disponibles, le recul des prix serait imputable à la baisse des prix des biens intermédiaires et des biens d'équipement. Parmi ces types de biens, les prix des produits sidérurgiques se seraient singularisés par une baisse trimestrielle très marquée, de l'ordre de 6%, en réponse sans doute à l'affaiblissement de la demande précitée. Par ailleurs, dans un contexte conjoncturel relativement fragile associé à une baisse des prix des biens



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

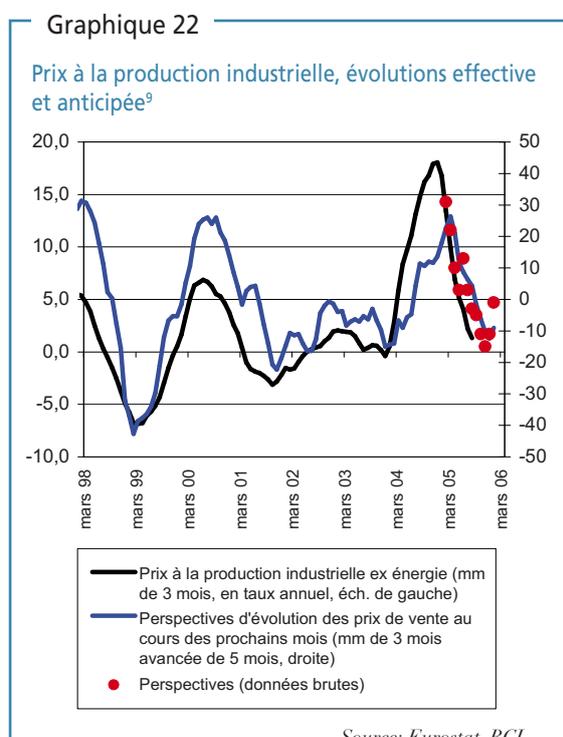
8 Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

intermédiaires et des biens d'équipement, il est surprenant d'observer une progression trimestrielle de l'ordre de 1,2% des prix des biens de consommation.

**Tableau 7 Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)**

	Paris	2003	2004	2005 - 8 mois	2004-T4	2005-T1	2005-T2
Ensemble des produits industriels	1000	1,2	9,0	9,5	3,0	1,0	-0,9
Biens intermédiaires	675,9	0,8	12,8	12,1	4,2	1,1	-1,4
Biens d'équipement	109,9	0,7	5,6	3,5	3,0	-1,1	-2,6
Biens de consommation	136,3	1,7	0,0	1,3	-0,1	-0,1	1,2
Biens énergétiques	77,9	4,6	5,6	10,9	2,6	2,6	2,5

Source: STATEC



Le profil de la hausse annuelle des prix s'est affichée en décélération depuis la fin 2004 (voir graphique), une évolution que laissent d'ailleurs augurer les enquêtes de conjoncture harmonisées. Cependant, le recul effectif des taux de variation annuels est survenu à un stade légèrement plus avancé que ne le suggérait

la corrélation historique entre les enquêtes de conjoncture et les enquêtes statistiques. Par contre, plus récemment, il semble que l'indicateur relatif aux perspectives de l'évolution des prix ait connu un revirement de tendance. Selon les données disponibles, l'indicateur aurait connu un creux en août pour s'afficher en hausse lors des mois de septembre et octobre. Si cette tendance se confirme au cours des prochains mois, elle indiquerait qu'on pourrait écarter le scénario pessimiste d'une variation annuelle négative des prix. Le secteur de l'industrie aurait finalement su maintenir sa capacité à fixer les prix dans un contexte conjoncturel incertain et il semble qu'il ait même pu l'étendre lors du rebond conjoncturel qui a pu être observé au troisième trimestre dans la zone euro.

### 1.2.2 La comptabilité nationale

L'estimation des comptes nationaux pour l'année 2004 telle que calculée sur base de la comptabilité trimestrielle publiée en juillet 2005, dresse le tableau d'une consolidation de la conjoncture: la croissance annuelle du PIB est estimée à 4,5% après 2,9% en 2003. Selon l'estimation préliminaire pour le premier trimestre de 2005, le rythme de progression de l'activité économique s'est essoufflé: la croissance annuelle du PIB réel est estimée à 3,1% après 6,1% au cours de la même période de l'année précédente. Cette évolution doit être placée dans le contexte de la situation économique de la zone euro, qui a dû supporter les retombées de la hausse des cours du pétrole et les effets différés de l'appréciation antérieure de l'euro.

<sup>9</sup> L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

Plus en détail, l'analyse des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses révèle que le ralentissement de la progression du PIB au Luxembourg qui émerge de ces estimations pour le premier trimestre de 2005 s'explique principalement par le moindre dynamisme de la demande domestique. De fait, les effets de la hausse des cours du pétrole au cours des derniers mois pourraient constituer un des facteurs explicatifs de l'absence de croissance annuelle de la consommation privée et du recul de l'investissement (de 2,9%). Les exportations nettes ont constitué le pilier de la croissance du PIB au cours du premier trimestre 2005. Le ralentissement de la croissance annuelle des exportations observé au cours du premier trimestre de 2005 (5,5% après 9,1% au cours du premier trimestre de 2004) s'est accompagné d'un fléchissement plus important encore des importations (3,5% après 8,9%). Ceci a contribué à soutenir la progression annuelle du PIB au cours du premier trimestre de 2005.

Ces estimations des comptes nationaux doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence lors de leur interprétation en raison du caractère encore incomplet de la couverture statistique de l'année 2004 et du premier trimestre 2005. En outre, il convient de souligner que la prochaine version des comptes nationaux qui n'est pas encore disponible pour l'heure va se baser sur une nouvelle méthodologie qui consistera en une évaluation différente de la marge d'intermédiation financière. De fait, la marge d'intermédiation financière ne sera plus retranchée globalement comme consommation intermédiaire mais constituera désormais une

dépense finale et, par conséquent, augmentera le niveau du PIB. Il existe de par cette nouvelle évaluation un halo d'incertitude concernant l'amplitude des révisions qui affecteront les taux de variation du PIB de 1995 à 2004. Dans ce cadre, il est aussi important de souligner que les projections macroéconomiques pour le Luxembourg se basent sur la version actuelle de la comptabilité nationale qui n'est pas calculée avec cette nouvelle méthodologie.

### 1.2.3 L'industrie

Dans le sillage d'une conjoncture internationale favorable, le secteur de l'industrie au Luxembourg a connu en 2004 une performance d'une part supérieure à celle observée dans la zone euro et d'autre part parmi les meilleures des dix dernières années. Ce dynamisme s'est également manifesté en 2005. Sur base de données relatives à la production du mois, la production industrielle aurait augmenté de l'ordre de 5% au cours des huit premiers mois de l'année. Ajustées pour les jours ouvrables, on connaîtrait même une accélération de l'activité économique en 2005 par rapport à l'année précédente. Cette évolution positive résulte en particulier du dynamisme du secteur de l'énergie, qui a vu le développement de nouvelles activités. La branche des biens d'équipement a également connu une progression supérieure à 10% et ceci pour la deuxième année consécutive. Seuls les biens intermédiaires ont affiché un recul annuel de la production par jour ouvrable en raison, probablement, du ralentissement de l'économie mondiale après le dynamisme exceptionnel observé en 2004.

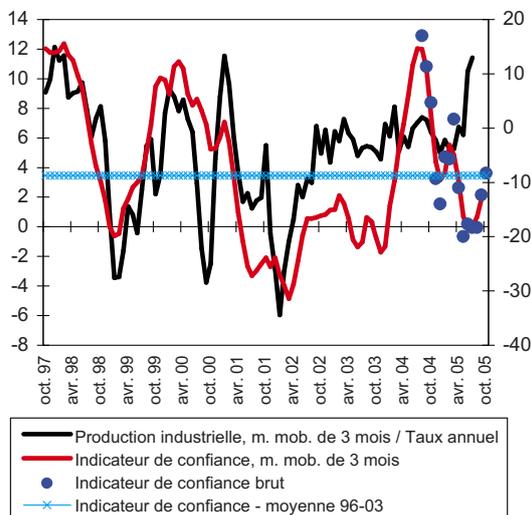
**Tableau 8 Production par jour ouvrable dans l'industrie (en taux de variation annuel)**

	2003	2004	2005-8 mois	2004-T3	2004-T4	2005-T1	2005-T2
Chiffre d'affaires	3,2	20,4	-0,7	23,1	21,5	1,5	-4,0
Production du mois	4,9	7,6	4,8	7,7	5,8	3,5	3,4
Production par jour ouvrable	5,4	6,7	8,1	7,4	5,8	5,3	6,2
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	6,6	8,0	9,8	8,9	6,6	7,8	8,9
Biens intermédiaires (ppjo)	4,7	6,0	-2,0	6,3	3,5	-4,2	-5,1
Biens d'équipement (ppjo)	-0,5	13,2	13,5	9,2	11,6	6,7	10,5
Energie (ppjo)	13,4	14,2	37,0	28,4	7,3	27,7	47,8

Source: STATEC

Graphique 23

Indicateur de confiance et production industrielle<sup>10</sup>



Source: STATEC, calculs BCL

Des révisions récentes apportées aux données de la production industrielle par jour ouvrable ont considérablement réduit la corrélation qu'on a pu observer entre les indicateurs issus d'une part des enquêtes de conjoncture et d'autre part des enquêtes statistiques. En effet, les enquêtes de conjoncture ne présenteraient désormais plus guère une information fiable pour détecter, à un stade précoce, les revirements cycliques de la production industrielle. Alors que les enquêtes de conjoncture indiquaient un affaiblissement conjoncturel dans l'industrie au deuxième trimestre 2005 – l'indicateur de confiance ayant notamment chuté en dessous de sa moyenne historique – la variation annuelle de la production industrielle a paradoxalement connu une véritable envolée pour atteindre des niveaux qui se comparent favorablement aux sommets conjoncturels recensés aux débuts des années 1998 et 2001.

Parmi les éléments qui peuvent être à l'origine de l'affaiblissement du lien entre les deux enquêtes, il faut surtout y noter le traitement asymétrique du secteur de l'énergie. En effet, la production de la branche de l'énergie est recensée dans les enquêtes statistiques et est donc intégrée dans le calcul de la production du secteur industriel dans son ensemble. Par contre, l'opinion des chefs d'entreprises de cette branche n'est pas

recensée dans les enquêtes de conjoncture et n'entre donc forcément pas dans le calcul de l'indicateur de confiance. Etant donné que la branche de l'énergie a connu un développement exceptionnel au cours des dernières années, il se pourrait que le niveau de l'indicateur de confiance de l'industrie dans son ensemble se trouve biaisé à la baisse par rapport aux développements de la production industrielle (ou vice versa).

Plus récemment, l'indicateur de confiance a connu un revirement de tendance. Après avoir connu un creux en mai, il s'est stabilisé lors des mois suivants pour progresser considérablement en septembre et en octobre. L'indicateur de confiance s'est ainsi rapproché rapidement de sa moyenne historique, une amélioration qui reflète vraisemblablement l'amélioration de la situation conjoncturelle dans la zone euro.

#### 1.2.4 La construction

L'évolution conjoncturelle dans la construction contraste nettement avec les développements dans l'industrie. Au cours des huit premiers mois de l'année 2005, le chiffre d'affaires ainsi que la production par jour ouvrable accusent une baisse de respectivement 1,6% et 2,8% par rapport au niveau d'activité observé un an plus tôt. Au niveau des branches, la dégradation est particulièrement sensible dans le génie civil pour lequel la baisse de la production était de l'ordre de 13% sur les 8 premiers mois. Dans la branche du bâtiment, l'évolution de l'indicateur de la production indique une stabilisation du niveau de l'activité économique par rapport à la même période l'année précédente. D'autres indicateurs à court terme semblent cependant dessiner un avenir plus prometteur pour cette branche. Ainsi, les autorisations de bâtir relatives aux logements ont affiché une hausse annuelle de 35% sur les 8 premiers mois de 2005 qui se situent ainsi à un niveau largement supérieur à la moyenne observée au cours des six années précédentes. Associée à des taux hypothécaires stables et à un bas niveau, une telle évolution semble être de bon augure pour l'activité dans la construction tant pour la fin de l'année 2005 qu'au-delà. Les crédits au logement accordés à des résidents ont de plus connu une accélération au courant de l'année 2005. Le montant a en effet progressé de 18,2% au cours des trois premiers trimestres par rapport à la même période de l'année précédente, alors que la progression moyenne s'est limitée à 5,7% en 2004.

<sup>10</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

**Tableau 9 Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)**

	2003	2004	2005-8 mois	T4-04	T1-05	T2-05	T3-05
Chiffre d'affaires - Total	6,6	-1,6	-1,6	-9,1	-5,2	1,9	
Production par jour ouvrable -Total	1,2	-1,2	-2,8	-4,9	-6,2	-0,3	
Production par jour ouvrable -Bâtiment	0,6	2,9	-0,1	0,2	-2,4	1,5	
Production par jour ouvrable -Génie civil	2,7	-14,3	-13,1	-22,2	-22,7	-6,2	
Permis de bâtir <sup>11</sup>	11,5	18,2	35,3	-17,6	37,9	34,8	
Crédits au logement <sup>12</sup>	24,6	5,7		0,6	15,6	16,5	22,5
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,5	3,4	3,4	3,5	3,5

Source: STATEC, BCL

### 1.2.5 Le commerce et les autres secteurs

Si l'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2004 s'est poursuivie en moyenne au premier semestre de l'année 2005, les différentes branches se caractérisent pourtant par des développements hétérogènes. Ainsi, le chiffre d'affaires dans le commerce de détail est certes en hausse, mais la croissance de 2% est inférieure à l'augmentation des prix à la consommation, l'effet volume étant par conséquent négatif. Par contre, le commerce de gros affiche avec une progression moyenne de 7,1% de son chiffre d'affaires au premier semestre une accélération par rap-

port à l'année 2004. De même, l'Horesca se caractérise par une nette amélioration de ses activités, de sorte qu'après deux années consécutives de baisse du chiffre d'affaires, le secteur semble renouer avec la croissance. Ce regain d'activité pourrait cependant n'être que le reflet des retombées positives liées à la présidence de l'Union Européenne assumée par le Luxembourg au premier semestre de 2005. S'il en était ainsi, l'amélioration du niveau d'activité dans l'Horesca serait forcément de courte durée. Les immatriculations de voitures semblent pour leur part se stabiliser au niveau de 2004, ce qui constitue une évolution favorable en regard de la performance exceptionnelle enregistrée en 2004.

**Tableau 10 Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)**

	2003	2004	2005 - 6 mois	2004-T4	2005-T1	2005-T2	2005-T3
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	0,6	13,8	4,8	-3,5	5,7
Commerce de gros	14,8	4,6	7,1	4,6	7,6	6,7	
Commerce de détail	5,1	3,3	2,1	2,2	2,2	2,1	
Hôtels et restaurants	-4,8	0,9	5,9	0,9	5,1	6,7	

Source: STATEC

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

La moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs sur la période septembre-novembre 2005 s'est établie à -0,4, contre +0,4 pour la période juin-août 2005<sup>13</sup>. Les évolutions récentes mettent en évidence une poursuite de la tendance à la baisse observée pour l'indicateur de confiance des consommateurs depuis le début 2005. A noter que la

confiance des consommateurs est demeurée relativement faible depuis le troisième trimestre 2002.

La détérioration continue de la confiance depuis le début de l'année 2005 est surtout liée à l'évolution nettement défavorable des anticipations des consommateurs en ce qui concerne la situation économique générale. Les anticipations relatives à la situation financière des ménages ont également contribué, bien que de manière moins prononcée, au recul de l'indicateur de confiance. Dans

<sup>11</sup> Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles)

<sup>12</sup> Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs)

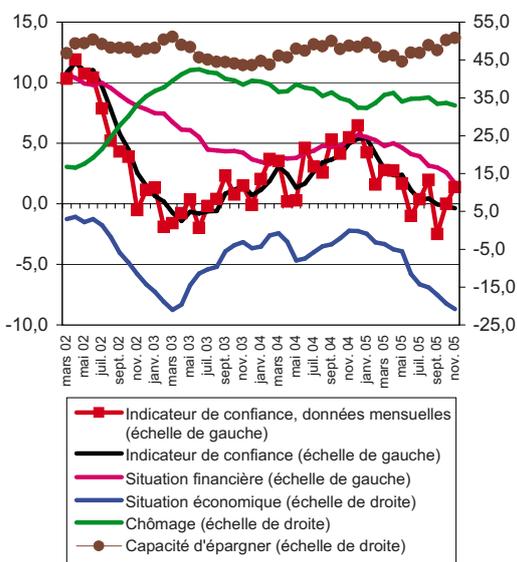
<sup>13</sup> Les données ont été corrigées des variations saisonnières par TRAMO-SEATS.

ce contexte, il est intéressant de constater que les anticipations relatives au chômage et à la capacité d'épargner sont restées relativement stables.

L'indicateur de confiance non lissé par le truchement de moyennes mobiles sur trois mois a été nettement plus volatil au cours des derniers mois, comme en témoigne un recul d'une valeur de 2 en août à -2,5 en septembre 2005 et le rebond ultérieur de l'indicateur à 0 et à 1,4 en octobre et novembre 2005, respectivement.

Graphique 24

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

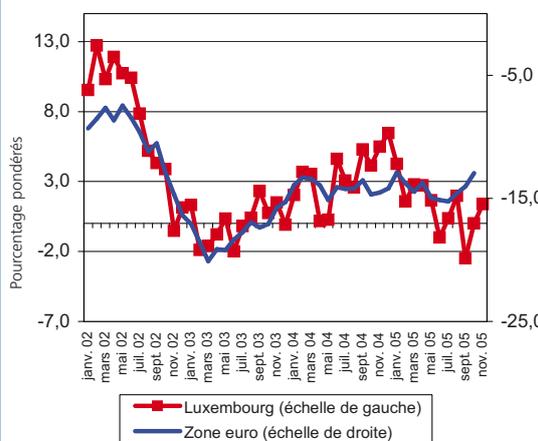


Le graphique suivant illustre que l'indicateur de confiance du Luxembourg et de la zone euro ont tendance à évoluer en parallèle, comme en témoigne aussi un coefficient de corrélation de 0,86 calculé sur la période janvier 2002 à octobre 2005. Il convient néanmoins de noter que l'indicateur de confiance du Luxembourg est nettement plus volatil que celui de la zone euro. Les quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs luxembourgeois et de celui de la zone euro sont également assez bien corrélées, à l'exception de la capacité à épargner. Cependant, en ce qui concerne les

évolutions des deux indicateurs de confiance observées depuis le début de l'année 2005, on note que l'indicateur du Luxembourg fait état d'une tendance fondamentalement baissière malgré un rebond en octobre et novembre 2005, alors que celui relatif à la zone euro s'est inscrit sur une trajectoire légèrement ascendante.

Graphique 25

Indicateur de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)



## 1.2.7 Le marché du travail

### 1.2.7.1 L'emploi

Contrastant dans une certaine mesure avec l'accélération observée tout au long de 2004, la progression annuelle de l'emploi semble être restée globalement stable au cours des dix premiers mois de 2005.

Les données définitives pour les sept premiers mois de 2005, ainsi que les estimations disponibles d'août à octobre 2005 indiquent une croissance de l'emploi autour d'un rythme de progression de 3,1% amenant l'emploi total à 314 872 personnes en octobre 2005. Ce repositionnement de la progression de l'emploi sur un sentier de croissance stabilisé répond certes au redémarrage de l'activité économique entamé depuis 2002 mais la prudence demeure concernant l'amplitude réelle de cette évolution. En effet, l'existence d'un phénomène d'inscriptions de travailleurs «fictifs» renforcerait artificiellement la croissance de l'emploi au cours des derniers mois<sup>14</sup>.

14 Certains employeurs étrangers inscriraient frauduleusement leurs salariés auprès de l'IGSS en vue de bénéficier du régime fiscal luxembourgeois sur la taxation du travail. Plus encore, un nombre indéterminé de personnes à la recherche d'un emploi répertoriées auprès de l'ADEM et bénéficiaires d'une mesure spéciale pour l'emploi seraient aussi inscrites dans les statistiques officielles de l'emploi.

**Tableau 11 Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage «strict» et «large»**

	Emploi salarié intérieur*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage «large»
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	2,5%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,9%	2,9%	4,2%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,5	2,3	3,7%	3,7%	5,2%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,7	1,8	4,2%	4,2%	5,8%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,3%	4,1%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	4,2%	5,6%
2004 T3	2,8	2,6	2,8	4,9	1,6	2,0	4,1%	4,2%	5,6%
2004 T4	2,9	3,0	2,9	5,2	1,6	2,0	4,4%	4,3%	6,1%
2005 T1	3,2	3,2	3,2	5,8	1,6	2,0	4,7%	4,4%	6,3%
2005 T2	3,0	3,2	3,1	5,5	1,6	2,1	4,5%	4,6%	6,1%
2005 T3	3,1	2,8	3,0	5,6	1,4	2,0	4,6%	4,8%	6,1%
juil-05	3,0	2,9	3,0	5,6	1,4	1,9	4,5%	4,7%	6,0%
août-05	3,1	2,8	3,1	5,6	1,6	2,1	4,5%	4,8%	6,1%
sept-05	3,0	2,7	3,0	5,6	1,4	2,0	4,7%	4,8%	6,3%
oct-05	3,1	2,6	3,0	5,9	1,3	1,9	4,8%	4,8%	6,5%

\* Les données concernant l'emploi d'août à octobre 2005 sont des estimations.

Source: IGSS, STATEC, calculs BCL

L'économie luxembourgeoise a créé un nombre notable d'emplois tout au long des premiers mois de 2005. La décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi<sup>15</sup> révèle que ce décollage trouve principalement sa source dans le secteur des «Activités immobilières, locations et services aux entreprises» (1,0 point de pourcentage sur les 3,1% de croissance moyenne observée, soit près d'un emploi sur trois créés). Viennent ensuite les secteurs des «Administrations publiques, éducation, santé et autres activités de services» (0,9 point de pourcentage), et de la «Construction» (0,3 point de pourcentage). Du côté des moteurs traditionnels de la progression de l'emploi, qui s'étaient enrayés lors du ralentissement conjoncturel, force est de constater un redémarrage de la croissance dans le secteur des «Activités financières» (0,3 point de pourcentage) alors que l'emploi dans le secteur de l'«Industrie et manufacture» ne progresse que lentement (0,1 point de pourcentage).

Ce sont les non-résidents, dont le nombre total dépasse désormais 120 000 personnes en octobre 2005 (120 689 plus précisément après 113 999 personnes douze mois

plus tôt) qui continuent à satisfaire la plus grande partie de ces emplois nouveaux. Soulignons que leur poids dans les créations d'emplois est demeuré quasiment stable tout au long des dix premiers mois de 2005 (respectivement 67,6% des nouveaux emplois et 37,0% de l'emploi total). La contrepartie de cette évolution est forcément l'inertie relative de la part des résidents dans les créations d'emplois au cours de l'horizon temporel sous revue. Dans ce contexte, l'emploi national a dépassé la barre des 200 000 personnes au mois de mars 2005 pour atteindre 202 814 personnes en octobre 2005, en augmentation de 1,3% par rapport à octobre 2004. La consolidation de la croissance de l'emploi autour de 3,1% qui se dessine depuis le début de l'année bénéficie donc davantage aux non-résidents lesquels continuent d'occuper l'essentiel des emplois créés, ce qui est pénalisant pour la situation sur le front du chômage.

Le rythme de croissance annuelle de l'emploi salarié s'est aussi stabilisé autour de 3,1% au cours des dix premiers mois de 2005. Dès lors, cet agrégat de l'emploi s'est établi à 293 825 personnes en octobre 2005.

<sup>15</sup> Les données concernant la décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi fournies par l'IGSS ne sont disponibles que pour les six premiers mois de 2005.

Du côté de l'emploi indépendant, il est intéressant de souligner que son accélération remarquable observée depuis 2004 au Luxembourg ne serait pas, pour l'essentiel, de source conjoncturelle. De fait, ce redressement a été causé par l'intégration progressive de travailleurs indépendants qui n'ont jamais été comptabilisés dans les statistiques de l'emploi par le passé. Il s'agit donc d'un effet de niveau lié à une meilleure couverture statistique de ces travailleurs.

En dépit du fait que le travail intérimaire ne représente que 2,6% de l'emploi total au Luxembourg au cours de 2004<sup>16</sup>, il n'en demeure pas moins intéressant à observer car il fait office d'indicateur avancé des évolutions sur le marché de l'emploi. En effet, le recul du nombre de travailleurs intérimaires, de contrats de missions ainsi que le ralentissement de la progression du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire observés dès le début de l'année 2001 et jusqu'en 2003 sont des évolutions qui témoignent de ce rôle. Tout au long de l'année 2004, le rythme des créations d'emplois a emprunté un sentier de croissance consolidé dans le sillage de la reprise soutenue de la croissance de l'emploi intérimaire (10,4%), de l'accélération vigoureuse de la progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires (11,6%), et du décollage du nombre de contrats offerts par ces entreprises (14,8%) (après 8,4% 3,5% et 13,2% l'année précédente). Les premières données disponibles concernant le travail intérimaire pour les mois de janvier et de février 2005 mettent en lumière une poursuite de la croissance de ces indicateurs avancés.

La reprise de la conjoncture observée depuis 2002 a continué à stimuler l'évolution des principaux agrégats de l'emploi au cours des premiers mois de 2005. De fait, les trajectoires respectives des indicateurs de l'emploi ont suivi dans la foulée de ce redressement de la conjoncture un rythme de croisière relativement soutenu en comparaison avec les autres pays membres de la zone euro. Cependant, ce redémarrage est relativement modeste à l'aune des évolutions passées, ces agrégats n'ayant pas renoué avec les taux de croissance particulièrement robustes observés avant 2001 ce qui se répercute sur l'évolution à la hausse du taux de chômage moyen au cours des dix premiers mois de 2005.

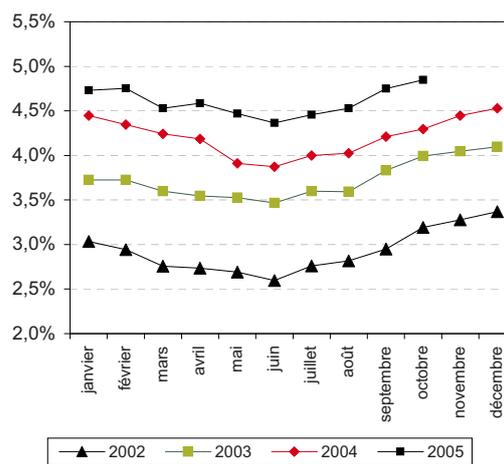
#### 1.2.7.2 Le chômage

En dépit de la décélération de la croissance annuelle du nombre de demandeurs d'emplois au cours des dix

premiers mois de cette année (10,9% après 13,5% l'année précédente), toutes les valeurs mensuelles observées au cours de cette période sous revue (9 701 personnes en moyenne) ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente (8 585 chômeurs en moyenne). Dès lors, le nombre de chômeurs a franchi la barre des 10 000 personnes pour atteindre plus précisément 10 324 chômeurs en octobre 2005. Dans ce contexte le taux de chômage «strict» s'est établi à 4,8% en octobre 2005 après 4,3% douze mois plus tôt. Sur base «désaisonnalisée», une hausse du taux de chômage s'est aussi manifestée au cours des premiers mois de 2005 (partant de 4,4% en janvier, il a gravi jusqu'à 4,8% en octobre).

Graphique 26

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



Source: IGSS, STATEC

Les hommes continuent d'être majoritairement touchés par le chômage. Ils ont représenté en moyenne 55,4% de l'effectif total au cours des dix premiers mois de 2005.

Tout comme l'année précédente, la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges révèle que les individus âgés de 31 à 40 ans continuent de représenter plus d'un quart des personnes inscrites à l'Administration de l'emploi (ADEM) (26,4% plus précisément). Sur le front de la durée du chômage, on observe depuis le début de l'année 2003 une hausse graduelle du

16 Les données concernant le travail intérimaire ne sont disponibles que jusqu'en février 2005.

chômage de longue durée – c'est-à-dire des personnes inscrites depuis plus de 12 mois à l'ADEM – laquelle comprend désormais le contingent de chômeurs le plus important (près d'un chômeur sur trois en moyenne au cours des dix premiers mois de 2005). En outre, au cours de cette période sous revue, la hausse la plus importante du nombre de chômeurs a touché les individus enregistrés depuis plus de 12 mois (15,8% en glissement annuel).

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs occupés dans le cadre d'une mesure de mise au travail ou de formation s'est aussi établi au cours des dix premiers mois de 2005 à un niveau supérieur à celui de l'année précédente. Ce taux de chômage affiche désormais 6,5% en octobre, ce qui représente 13 743 personnes (après 5,9% soit 12 388 personnes en octobre 2004). Cette évolution est à la fois attribuable à la hausse annuelle de la composante «stricte», ainsi qu'à l'augmentation du nombre de mesures spéciales pour l'emploi. De fait, ces mesures ont touché 3 419 personnes en octobre 2005 (après 3 397 unités douze mois plus tôt). A noter que les mesures pour l'emploi ont enregistré depuis la fin du premier trimestre de 2005 une décélération de leur croissance en glissement annuel, ce qui tend à réduire leur contribution à la hausse du taux de chômage au sens «large».

Dans ce contexte de chômage croissant, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a pourtant poursuivi son ascension au cours des premiers mois de

2005 (15,6% en moyenne en glissement annuel) dans le sillage de la progression observée tout au long de 2004. De fait, 1 195 emplois ont été offerts chaque mois en moyenne au cours des dix premiers mois de 2005 (après 1 042 postes l'année précédente à la même période). De manière plus détaillée, on observe que plus de la moitié des postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des «Employés de bureau» et des «Professions libérales, techniciens et assimilés». Le ratio des OENS aux DENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre la demande de travail (qui est aussi adressée aux étrangers) et l'offre de travail nationale inoccupée. Les données disponibles de janvier à octobre de 2005 affichent une stabilisation de la situation concernant le ratio entre l'offre et la demande de travail (soit en moyenne un poste offert pour 8 candidats potentiels inscrits à l'ADEM au cours des dix premiers mois de 2005, de même que pour l'année précédente à la même période). L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation demeure la plus substantielle: «Travailleurs des transports» (1/28), «Vendeurs» (1/25) et «Autres services» (un emploi offert pour 15 chômeurs potentiellement intéressés). Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail au cours de la période sous revue sont ceux des «Employés de bureau» (une proposition d'emploi pour 3 demandes potentielles), des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (1/4) et des «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» (1/7).

### La loi d'Okun revisitée au Luxembourg

Un encadré dans le rapport annuel BCL 2004<sup>17</sup> estimait le taux de croissance nécessaire à la stabilisation du taux de chômage sur base de données annuelles. La conclusion (un taux de croissance entre 5,7% et 7,3%) était relativisée par le fait que 20% des observations annuelles n'était pas conforme à cette loi d'Okun. Le présent encadré répète cette analyse avec des données trimestrielles sur la période s'étalant du premier trimestre 1985 au premier trimestre de 2005<sup>18</sup>. Cette relation est estimée via la méthode des moindres carrés ordinaires en intégrant des retards supplémentaires en vue de tenir compte d'éventuels coûts d'ajustement et autres rigidités<sup>19</sup>. Le nombre de retards est choisi à l'aide du critère d'information de Schwarz, tout en s'assurant que le LM-test ne détecte pas la présence d'autocorrélation des résidus, possible source de biais. Par voie de conséquence, le nombre de retards considéré est de 13. En rajoutant le coefficient sur la croissance contemporaine, la relation d'Okun peut s'écrire comme suit avec n=13

$$\Delta U_t = a_0 + \sum_{i=0}^n a_{i+1} \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

17 Quel est le taux de croissance nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au Luxembourg ?; BCL; Rapport annuel 2004, page 43 à 46.

18 Pour les années de 1985 à 1994, les données relatives au PIB résultent d'une interpolation. Le taux de chômage est issu de la définition au sens strict. Les deux variables ont été préalablement ajustées pour les variations saisonnières à l'aide du logiciel Tramo-Seats.

19 Cf. Schnabel G. (2002); Output trends and Okun's law; BLS Working Paper n°111.

où  $\Delta U_t = U_t - U_{t-1}$  est la variation du taux de chômage entre la date t et la date t-1 et  $\Delta Y_t = \log(Y_t) - \log(Y_{t-1})$  est la variation du logarithme du PIB à prix constants entre la date t et la date t-1. En posant:  $0 = \Delta U_t = a_0 + \sum_{i=1}^n a_{i+1} \Delta Y_{t-i}$ , il est possible de calculer le taux de croissance du PIB nécessaire pour que le taux de chômage reste inchangé ( $-a_0 / \sum_{i=1}^n a_{i+1}$ ). Le tableau suivant présente les résultats d'estimation.

**Tableau 12 Estimation de la relation entre chômage et croissance**

R <sup>2</sup>	0,585
R <sup>2</sup> ajusté	0,473
F de Fisher	5,239
Statistique de Durbin-Watson	1,453
$-a_0 / \sum_{i=1}^n a_{i+1}$	1,6
Intervalle de confiance de : $-a_0 / \sum_{i=1}^n a_{i+1}$	[1,4 ; 1,9]

Source: ADEM, STATEC, calculs BCL

Il en résulte que le taux de croissance trimestriel nécessaire à la stabilisation du taux de chômage est de 1,6% au Luxembourg; c'est-à-dire un taux de croissance annuel de 6,6% qui se rapproche de la valeur trouvée avec des données annuelles. Ce chiffre est calculé par une fonction non-linéaire des coefficients estimés, et donc son intervalle de confiance peut être seulement approximé par la méthode delta. Avec les données trimestrielles, cet intervalle s'étend de 1,4% à 1,9%, ce qui correspond à des taux de croissance annuels de 5,8% à 7,8%. L'analyse à fréquence trimestrielle n'a que légèrement élargi l'intervalle de confiance tel qu'estimé à fréquence annuelle. Vu que les deux intervalles de confiance se chevauchent largement, la différence entre les estimateurs ponctuels n'est pas statistiquement significative.

Comme pour l'analyse qui utilise des données en fréquence annuelle, le tableau suivant répartit les observations selon que la croissance était supérieure ou inférieure à la valeur estimée et selon que le chômage a augmenté ou diminué.

**Tableau 13 Répartition des observations pour le taux de chômage au sens strict du Luxembourg**

	Y > 1,6	Y < 1,6
$\Delta U > 0$	7	28
$\Delta U < 0$	24	21

Source: ADEM, STATEC, calculs BCL

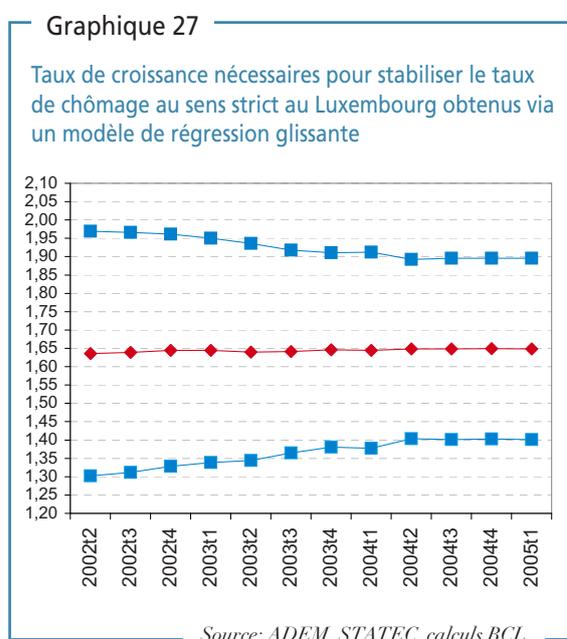
Il est intéressant de remarquer qu'une bonne partie des observations se situe dans les cases en haut à droite et en bas à gauche dans le tableau ci-dessus, c'est-à-dire qu'elles correspondent soit à une combinaison de croissance forte et diminution du chômage soit à une alliance de croissance faible et augmentation du chômage. Il en suit que 65% des observations sont conformes à la régularité empirique décrite par la loi d'Okun.

Cependant, les observations qui figurent dans les cases en haut à gauche et en bas à droite sont des observations «non-conformes» à la loi d'Okun: combinaison de croissance faible et diminution du chômage ou combinaison de croissance forte et augmentation du chômage. Ainsi, une croissance supérieure à 6,6% n'est pas une condition nécessaire pour baisser le taux de chômage parce que pour 26% des observations le chômage a baissé quand la croissance économique était inférieure à cette valeur. D'autre part, une croissance supérieure à 6,6% n'est pas une condition suffisante non plus, en raison du fait que pour 9% des observations le taux de chômage a augmenté même lorsque le taux de croissance était plus élevé que cette valeur.

Ces observations «non-conformes» représentent 35,0% des observations disponibles et dans des cas extrêmes ont pu biaiser les coefficients estimés et donc le paramètre calculé.

Selon une hypothèse évoquée lors de l'analyse avec données annuelles, la structure atypique du marché de l'emploi luxembourgeois pourrait expliquer la moindre «réactivité» du taux de chômage à la conjoncture au Luxembourg du fait de la contribution croissante de travailleurs frontaliers. Ceux-ci participent à la production et donc à l'évolution du PIB au Luxembourg, mais, lorsqu'ils perdent leur emploi, ils ne sont pas comptabilisés dans les statistiques du chômage, fragilisant la relation entre l'évolution du taux de chômage et celle du PIB.

Pour analyser un éventuel impact du nombre grandissant des travailleurs frontaliers, l'analyse a été répétée avec une régression glissante. Ce type de régression consiste à ré-estimer la relation avec un nombre d'observations prédéfini, en avançant cette «fenêtre» à travers l'échantillon d'une observation à chaque fois. Les résultats sont présentés sous forme d'un graphique décrivant le taux de croissance nécessaire pour stabiliser le taux de chômage pour chaque fenêtre de soixante-dix trimestres se terminant à la date indiquée en abscisse.



Les résultats obtenus montrent que le taux de croissance requis afin de stabiliser le taux de chômage a peu changé tout au long de la période sous revue. En effet, si l'on prend en considération la largeur des intervalles de confiance obtenus, les mouvements de la courbe centrale ne sont pas statistiquement significatifs. Donc, la régression glissante, même réalisée avec des données trimestrielles, ne peut pas identifier un impact sur la loi d'Okun du nombre grandissant des frontaliers. Plus encore, si l'on modifie le nombre d'observations dans la fenêtre glissante, la trajectoire empruntée par le taux de croissance nécessaire pour stabiliser le taux de chômage est fortement perturbée. Dès lors, l'étude avec des données trimestrielles n'apporte pas d'éléments nouveaux par rapport à l'analyse des données annuelles. Même à fréquence trimestrielle, la loi d'Okun paraît un outil peu adapté pour expliquer l'évolution du chômage au Luxembourg. Il est vraisemblable que ces limitations dérivent de l'hypothèse sous-jacente selon laquelle le taux de croissance potentiel ainsi que le taux de chômage structurel demeurent inchangés sur la période considérée. Des travaux sont en cours pour estimer la croissance potentielle et le chômage structurel dans un cadre qui leur permet de varier à travers le temps.

### 1.2.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS<sup>20</sup>, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,3% au cours du premier semestre de 2005, en décélération par rapport à la même période de l'année précédente (3,5%).

La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que c'est la moindre contribution des

«autres composantes» (0,8pp après 1,0pp au cours du premier semestre de 2004) qui est à l'origine de cette timide modération, la contribution de l'indexation étant demeurée inchangée à hauteur de 2,5pp.

Les principaux faits qui risquent d'influer significativement sur l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux dès la fin du troisième trimestre de l'année courante résultent d'une part du paiement de l'augmentation salariale négociée dans le secteur public<sup>21</sup> et, d'autre part, de l'arrivée à échéance d'une tranche d'indexation le 1<sup>er</sup> octobre 2005.

**Tableau 14** *Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne dans l'optique de l'indicateur de court terme de l'IGSS*

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
1996	0,8	1,0	1,8
1997	2,3	0,6	2,9
1998	0,2	1,6	1,8
1999	1,0	1,9	3,0
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003	2,1	1,2	3,2
2004	2,1	1,0	3,1
Trimestres			
2004T1	2,5	1,0	3,5
2004T2	2,5	1,0	3,5
2004T3	0,8	0,9	1,7
2004T4	2,5	1,1	3,6
2005T1	2,5	0,6	3,1
2005T2	2,5	1,0	3,5
Mois			
200501	2,5	1,1	3,6
200502	2,5	0,3	2,8
200503	2,5	0,6	3,1
200504	2,5	1,5	4,0
200505	2,5	-0,6	1,9
200506	2,5	2,1	4,6

Source: IGSS

20 IGSS: Inspection Générale de la Sécurité Sociale

21 En effet, l'accord salarial intervenu dans la fonction publique le 31 mai 2005 est rétroactif à partir du premier janvier 2005 et a été versé aux agents concernés en septembre de l'année en cours. Cette nouvelle convention collective octroie une augmentation linéaire des traitements de 1,0% au premier janvier de 2005 et de 0,8% au premier janvier de 2006.

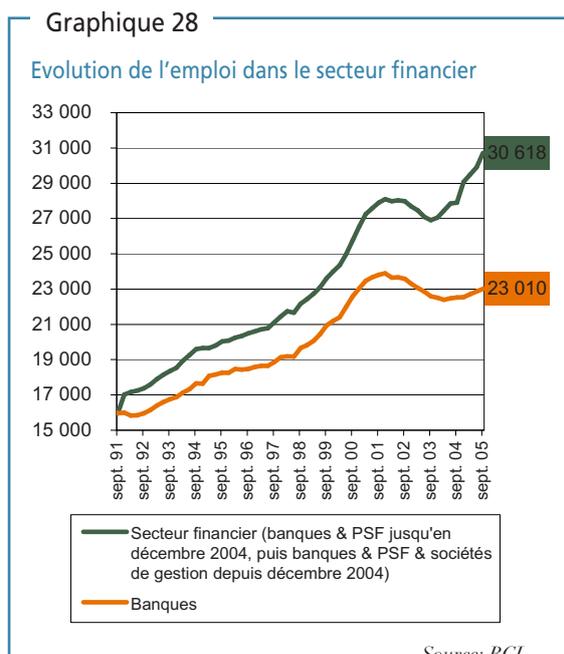
## 1.2.8 Le secteur financier

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

Au 30 septembre 2005, le secteur financier occupe 30 618 emplois, soit le dixième de l'emploi intérieur total. Ce chiffre est en hausse de 711 emplois (2,41%) par rapport au 30 juin 2005.

Rappelons que l'analyse de l'emploi doit être effectuée à la lumière de deux considérations importantes:

- A compter de décembre 2004, le secteur financier a été élargi aux sociétés de gestion (chapitre 13 de la loi du 20 décembre 2002). Depuis cette date, le nombre des sociétés de gestion reprises sur la liste officielle de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) a fortement évolué. Cet élargissement de la population recensée se répercute sur l'effectif du secteur financier.
- De plus, des entités appartenant aux divers sous-secteurs composant le secteur financier changent de statut et sont dès lors recensées dans un autre sous-secteur. Ainsi, par exemple, des établissements de crédit sont transformés en professionnels du secteur financier ou inversement. Bien que ces mouvements entre sous-secteurs n'aient pas d'impact au niveau de l'analyse de l'emploi du secteur financier dans son ensemble, ils rendent difficile l'analyse de l'emploi dans les divers sous-secteurs.



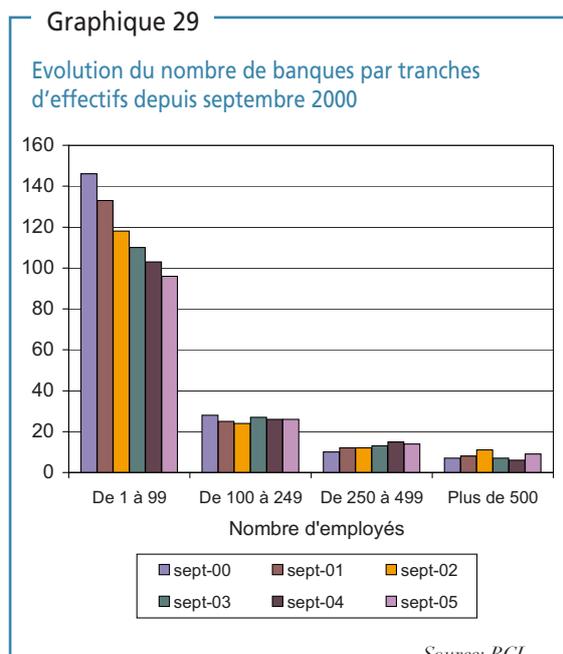
## La situation dans le secteur bancaire

L'effectif du secteur bancaire s'est établi à 23 007 emplois au 30 septembre 2005, contre 22 870 au 30 juin 2005, soit une augmentation de 137 emplois. La création nette d'emplois dans le secteur bancaire a progressé de façon continue dès juin 2004, avec une accélération au début de l'année 2005. Toutefois, il convient de noter que la fusion entre le Crédit Lyonnais Luxembourg SA et le Crédit Agricole Luxembourg d'une part et la fermeture de la Lampebank International SA d'autre part, se sont traduites par des pertes nettes respectives de 19 et 26 emplois au troisième trimestre 2005. La reprise de la création nette d'emplois dans le secteur bancaire témoigne d'une amélioration générale au sein du secteur financier qui se répercute sur le volume des activités des banques, mesuré par la somme des bilans, ainsi que sur le volume des actifs nets gérés par les fonds d'investissements luxembourgeois. Ainsi, l'augmentation au cours des neuf premiers mois de 2005 de 28,7% des actifs nets des fonds luxembourgeois, pour lesquels les banques de la place tiennent un rôle de banque dépositaire et/ou d'administration centrale, se répercute favorablement sur l'effectif des banques. L'importance de l'apport de cette croissance doit toutefois être relativisée par le fait que de nombreuses banques de la place ont réalisé une externalisation de ce type d'activités.

Bien que le ralentissement des créations nettes d'emplois sur base trimestrielle (0,61% entre juin et septembre contre 0,70% entre mars et juin) incite à la prudence, les bons résultats des banques en 2005, ainsi que les perspectives économiques encourageantes, qui se traduisent par un regain de confiance des investisseurs, tendent à confirmer la solidité du cycle de création nette d'emplois. Toutefois, l'évolution globale positive ne peut cacher des évolutions opposées dans certains établissements. Ainsi, récemment, une banque japonaise vient de signer un accord pour le licenciement de 25 personnes.

Le mouvement de concentration de la place financière a été particulièrement fort au cours des cinq dernières années, faisant passer le nombre de banques de 206 au 30 septembre 2000 à 157 au 30 septembre 2005. Du point de vue des effectifs, ce mouvement a surtout touché les entités les plus modestes. Ainsi, comme le montre le graphique ci-dessous, le nombre de banques dont l'effectif est compris entre un et 99 employés a diminué de 34% entre septembre 2000 et septembre 2005. Ce constat n'est pas surprenant dans la mesure où certaines banques étrangères disposaient ou continuent de disposer de plusieurs filiales et/ou succursales

de petite taille au Luxembourg et que celles-ci peuvent facilement faire l'objet d'une rationalisation. Dans ce contexte, il convient de souligner que l'effectif moyen par banque est passé de 110 au 30 septembre 2000 à 147 au 30 septembre 2005.



### La situation dans le secteur des PSF et des sociétés de gestion

Au 30 septembre 2005, le secteur des PSF regroupe 6 268 emplois, soit une progression de 175 emplois par rapport au 30 juin 2005. Cette hausse de 2,87%

en valeur relative reste toutefois modeste au regard de celle de 42,57% observée dans le secteur des sociétés de gestion. Ces dernières regroupent 1 343 emplois au 30 septembre 2005, contre 942 au 30 juin 2005. Ces chiffres, pourtant, doivent être fortement relativisés sur base de l'extension du périmètre de la couverture statistique.

#### 1.2.8.2 Les établissements de crédit

- L'évolution du nombre des établissements de crédit

La tendance à la réduction du nombre des établissements au Luxembourg, observée au cours des dernières années, se confirme également au cours de l'année 2005.

Ainsi, après une réduction nette de trois entités au cours du premier semestre, le troisième trimestre de l'année sous revue se solde par une diminution nette de deux unités du nombre d'établissements de crédit. Cette évolution nette résulte du retrait de trois établissements et de la création d'une nouvelle entité, portant ainsi le nombre d'établissements à 157 au 1<sup>er</sup> novembre 2005.

L'impact net de la diminution du nombre d'établissements sur le bilan agrégé de la place financière demeure cependant marginal. D'une part, lors de la fusion entre le Crédit Lyonnais Luxembourg S.A. et le Crédit Agricole Luxembourg les actifs et passifs ont été transférés au Crédit Agricole Luxembourg, ce qui implique que cette fermeture n'a pratiquement pas eu d'impact sur le volume des activités des banques de la place. D'autre part, la diminution de la somme de bilan liée aux cessations d'activités des deux autres banques est en grande partie compensée par la création de la banque ABN AMRO Mellon Global Securities Services Luxembourg Branch.

**Tableau 15** L'évolution du nombre des établissements de crédit au Luxembourg

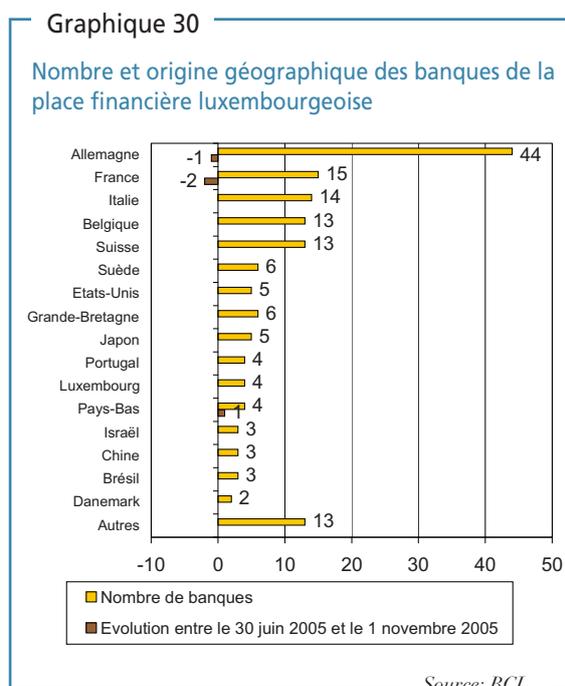
Etablissement de crédit	Constitution	Retrait	Explications
Crédit Lyonnais Luxembourg S.A.		01.07.2005	Fusion avec le Crédit Agricole Luxembourg
ABN AMRO Mellon Global Securities Services Luxembourg Branch	01.08.2005		
Crédit Lyonnais S.A. succursale de Luxembourg		12.08.2005	Fermeture
Lampebank International S.A.		23.08.2005	Fermeture

Source: BCL

En ce qui concerne la répartition des banques par origine géographique (cf. graphique qui suit), les banques allemandes dominent l'activité bancaire au Luxembourg

avec 44 unités. Au 1<sup>er</sup> novembre 2005, on dénombrait également 15 banques d'origine française, 14 d'origine italienne, 13 d'origine belge, 13 d'origine suisse et

4 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 44 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 66% du nombre total des banques actives sur la place luxembourgeoise.

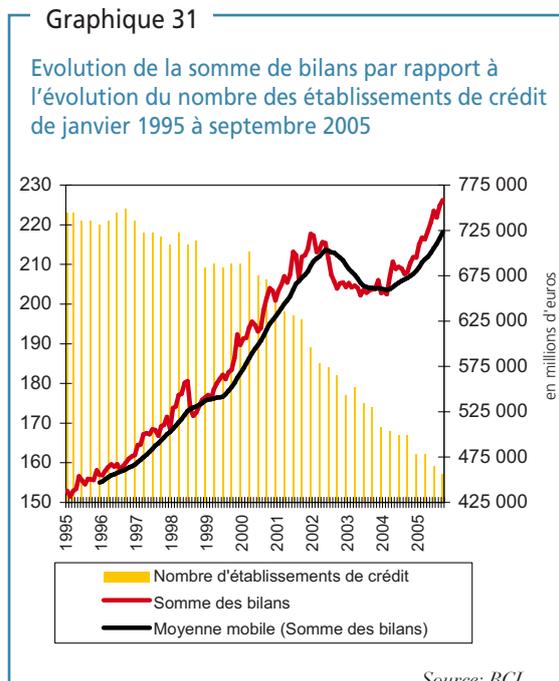


- La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Depuis le mois de mai 2003, après une période baissière, la somme de bilans des banques luxembourgeoises a entamé une phase de croissance quasiment ininterrompue pour atteindre 758 314 millions d'euros au 30 septembre 2005.

Le climat économique favorable, ainsi que la bonne tenue des marchés boursiers, en dépit du niveau élevé des prix pétroliers, entretiennent la confiance des entreprises et des investisseurs, se répercutant ainsi sur l'activité bancaire observée entre juin et septembre 2005. Au troisième trimestre 2005, la somme de bilans s'est accrue de 11 834 millions d'euros pour atteindre, au 30 septembre, le seuil de 758 314 millions d'euros, soit une hausse de 1,6% par rapport à juin 2005 et 11,7% par rapport à la même période de l'année précédente.

Le graphique qui suit montre, d'une part, la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003 et, d'autre part, le regain observé au cours de l'année 2004 jusqu'à fin septembre 2005.

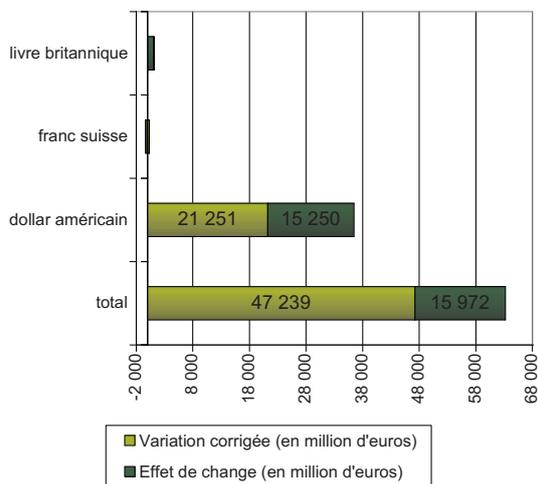


En ce qui concerne l'actif du bilan, le renforcement du volume d'activités se manifeste principalement à travers les créances et les portefeuilles titres. Du côté du passif, la hausse concerne principalement les dépôts de la clientèle non-bancaire, qui ont progressé de 14,7% sur un an pour atteindre 257 002 millions d'euros en septembre 2005.

L'augmentation de la somme de bilan de 63 211 millions d'euros entre le 31 décembre 2004 et le 30 septembre 2005 résulte d'une hausse réelle (ou corrigée) de 47 239 millions d'euros et d'un effet de change positif de 15 972 millions d'euros. Ainsi, un quart de la hausse de la somme de bilan au cours de l'année 2005 est lié à l'évolution des taux de change des principales devises du bilan vis à vis de l'euro. Le dollar américain, qui représente 20% des devises du bilan, s'est raffermi de plus de 11% sur cette période. Il représente 95% de l'effet de change total, les autres principales devises du bilan (franc suisse et livre britannique) étant demeurées relativement stables.

Graphique 32

Impact du cours de change des principales devises sur la somme de bilan des établissements de crédit luxembourgeois (en millions d'euros)



Source: BCL

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

L'analyse de la structure de l'actif et du passif des banques luxembourgeoises permet de mettre en évidence la prédominance des activités interbancaires.

A l'actif du bilan, les opérations interbancaires s'élevaient à 397 636 millions d'euros au 30 septembre 2005, soit une hausse de 9,1% par rapport à la même date de l'année précédente. Ainsi, à la fin du troisième trimestre 2005, les créances interbancaires représentaient 74,7% de l'ensemble des créances des banques et 52,4% du total des actifs.

Tableau 16 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup> 2005/09
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	364 364	404 783	397 636	33 272	9,1	-7 147	-1,8	52,4
Créances sur la clientèle	116 204	130 819	134 909	18 705	16,1	4 090	3,1	17,8
Portefeuille titres	177 571	194 731	202 706	25 135	14,2	7 975	4,1	26,7
Autres actifs	20 892	22 253	23 063	2 171	10,4	810	3,6	3,0
Total de l'actif	679 031	752 586	758 314	79 283	11,7	5 728	0,8	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Le constat effectué à l'actif peut être étendu au passif, où l'importance de l'activité interbancaire est également forte, avec 46,8% du total du passif et 58,0% de l'encours de dettes. Le refinancement auprès d'autres établissements de crédits a augmenté de 28 924 millions d'euros entre septembre 2004 et septembre 2005, soit 8,9%. On observe une légère hausse de 0,2% sur base trimestrielle entre juin et septembre 2005, soit 701 millions d'euros.

**Tableau 17 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)**

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	325 971	356 164	354 895	28 924	8,9	-1 270	-0,4	46,8
Dettes envers la clientèle	224 127	252 122	257 002	32 875	14,7	4 879	1,9	33,9
Dettes représentées par un titre	72 637	85 525	86 449	13 812	19,0	924	1,1	11,4
Autres passifs	56 296	58 774	59 969	3 673	6,5	1 194	2,0	7,9
<b>Total du passif</b>	<b>679 031</b>	<b>752 586</b>	<b>758 314</b>	<b>79 283</b>	<b>11,7</b>	<b>5 728</b>	<b>0,8</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

### Les crédits à la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2005, l'encours de crédits accordés à la clientèle non-bancaire s'élevait à 134 909 millions d'euros, soit une hausse de 18 705 millions d'euros (16,1%) par rapport à la même date de l'année précédente dont 7 744 millions d'euros (6,1%) au cours du troisième trimestre 2005.

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle résidente non-bancaire s'élevaient à 30 949 millions d'euros fin septembre 2005 contre 26 895 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Les ménages représentent 38,3% de

l'ensemble des crédits accordés au secteur non-bancaire luxembourgeois avec un encours total de 11 846 millions d'euros au 30 septembre 2005, ce qui représente une augmentation de 10,7% par rapport à septembre 2004 et 1,5% (+171 millions d'euros) par rapport à juin 2005.

De plus, si l'on observe la répartition des crédits aux ménages, on note la part importante prise par les crédits immobiliers à destination des ménages luxembourgeois. Ceux-ci représentent 81,5% de l'ensemble des crédits aux ménages résidents. Cette évolution s'inscrit dans le développement important du nombre des autorisations de bâtir dans le secteur résidentiel en particulier au cours du premier semestre 2005.

**Tableau 18 Crédits aux résidents luxembourgeois (encours en fin de période)**

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	926	1 005	1 027	101	10,9	23	2,2	3,3
Autres intermédiaires financiers	8 467	9 362	10 731	2 264	26,7	1 369	14,6	34,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	263	102	143	- 120	-45,6	41	39,8	0,5
Sociétés non financières	6 535	7 494	7 202	667	10,2	- 293	-3,9	23,3
Ménages & ISBLM	10 704	11 675	11 846	1 142	10,7	171	1,5	38,3
Crédits à la consommation	1 138	1 162	1 162	24	2,1	- 1	-0,1	9,8
Crédits immobiliers	8 506	9 484	9 652	1 146	13,5	168	1,8	81,5
Autres crédits	1 060	1 029	1 032	- 28	-2,6	4	0,4	8,7
<b>Total</b>	<b>26 895</b>	<b>29 638</b>	<b>30 949</b>	<b>4 054</b>	<b>15,1</b>	<b>1 311</b>	<b>4,4</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

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

La forte proportion de crédits immobiliers s'explique par une demande soutenue à un moment où les prix élevés de la construction se conjuguent avec une hausse des prix des terrains à bâtir. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2005, les établissements de crédit ont octroyé mensuellement, en moyenne, 157 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers aux ménages de la zone euro. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, on peut estimer sur base de l'encours qu'environ 148 millions d'euros ont été accordés, en moyenne mensuelle, à des ménages résidents entre janvier et septembre 2005. Ce chiffre se compare favorablement à la moyenne mensuelle de 142 millions d'euros de l'année 2004.

La demande soutenue de crédits immobiliers constitue une source de revenus intéressante pour les banques, ceci d'autant plus que ces crédits sont généralement assortis de garanties hypothécaires qui limitent fortement le risque encouru par le créancier. Toutefois, l'évolution des prix de l'immobilier engendre une augmentation assez nette des montants empruntés, ce qui se répercute inévitablement sur l'endettement des ménages. Dans la mesure où les crédits immobiliers sont quasi exclusivement octroyés à des taux variables, un resserrement de la politique monétaire, suivi d'une augmentation des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers, pourrait mettre certains débiteurs dans une situation inconfortable voire difficile en matière de charges d'intérêts à supporter.

Le volume des crédits accordés au secteur des autres intermédiaires financiers a gagné en importance avec une croissance de 26,7% sur un an alors qu'il s'est légèrement replié (-861 millions d'euros, soit 7,4%) au troisième trimestre 2005. Ainsi, avec un encours de crédits de 10 731 millions d'euros au 30 septembre 2005, les autres intermédiaires financiers représentent le secteur débiteur le plus important (34,7% du volume des crédits au secteur résident non bancaire) après les ménages.

Au 30 septembre 2005 l'encours des crédits accordés aux sociétés non financières s'élevait à 7 202 millions d'euros, soit un accroissement de 10,2% par rapport à la même date de l'année précédente. Ainsi, fin septembre 2005, les crédits aux sociétés non financières représentent 23,3% de l'encours des crédits accordés aux résidents.

Les sociétés d'assurances et fonds de pension, avec un poids relatif de 0,5% des encours des crédits au secteur non bancaire, jouent un rôle mineur dans l'octroi de crédits par les banques luxembourgeoises. Ceci s'explique tout naturellement par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements, notamment en titres de créance, en encaissant des primes. Ainsi, leurs besoins en crédits sont relativement modestes. Peu de banques octroient des crédits importants aux sociétés d'assurances et fonds de pensions, en particulier à court-terme, ce qui rend le volume agrégé extrêmement volatile.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro  
Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, celle des autres pays membres de la zone euro se compose principalement de sociétés non financières (49,3% du poids relatif au 30 septembre 2005).

En ce qui concerne les ménages, on constate la prédominance des autres crédits qui représentent 94,6% de l'encours total des crédits accordés aux ménages et ISBLM<sup>22</sup>, ce qui laisse une place limitée aux crédits à la consommation et aux crédits immobiliers. Ceci reflète le fait que les particuliers des autres pays de la zone euro sont fortement orientés vers les opérations de gestion de leurs actifs et qu'ils n'ont que marginalement recours au système bancaire luxembourgeois pour financer leurs dépenses de consommation ou d'acquisitions immobilières. Ainsi, les prêts demandés par les particuliers des autres pays

membres de la zone euro sont essentiellement destinés à assurer le financement d'opérations en bourse effectuées à travers les établissements de crédit luxembourgeois. Les crédits immobiliers à ces ménages augmentent de façon relativement modeste et jouent encore un rôle mineur avec un encours de 556 millions d'euros à la fin septembre 2005. La raison sous jacente tient à la réticence des banques luxembourgeoises à accorder ce type de crédits transfrontaliers en raison des différences juridiques et des difficultés d'évaluation de biens immobiliers situés en dehors du Luxembourg. Néanmoins, la demande des frontaliers qui construisent leur habitat dans le voisinage de Luxembourg amène de plus en plus les banques luxembourgeoises à reconsidérer cette question et accorder des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro. La preuve de cette évolution est la hausse de 7,2% sur un an dans ce domaine.

**Tableau 19 Crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)**

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 137	4 789	3 855	- 282	-6,8	- 934	-19,5	6,5
Autres intermédiaires financiers	10 032	11 574	11 905	1 873	18,7	331	2,9	20,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	255	1 213	1 214	959	375,9	1	0,1	2,0
Sociétés non financières	28 640	29 137	29 202	562	2,0	65	0,2	49,3
Ménages & ISBLM	12 178	12 904	13 030	852	7,0	126	1,0	22,0
Crédits à la consommation	142	142	142	0	0,2	0	0,1	1,1
Crédits immobiliers	519	545	556	37	7,2	12	2,1	4,3
Autres crédits	11 517	12 217	12 331	814	7,1	114	0,9	94,6
<b>Total</b>	<b>55 242</b>	<b>59 617</b>	<b>59 205</b>	<b>3 963</b>	<b>7,2</b>	<b>- 412</b>	<b>-0,7</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

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

Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde, qui ont augmenté de 31,4% sur un an, affichent une hausse de 18,8 % au cours du troisième trimestre 2005.

Les crédits aux résidents du reste du monde sont fortement axés sur les opérations réalisées avec les intermédiaires financiers et les sociétés non financières. Les crédits aux autres intermédiaires financiers sont en hausse de 38,2%

sur un an et de 20,8% entre juin et septembre 2005. Ils représentaient 43,5% du poids relatif des crédits aux résidents du reste du monde à la fin du mois de septembre 2005. On notera également que les crédits aux sociétés non financières se sont bien développés avec un poids relatif de 40,2% au 30 septembre 2005. Leur volume d'activité s'est accru de 26,0% sur un an et de 20,3% au cours du troisième trimestre, pour atteindre un encours de 3 041 millions d'euros à la fin de ce même trimestre.

22 ISBLM: Institutions sans but lucratif au service des ménages

**Tableau 20 Crédits aux résidents du reste du monde (encours en fin de période)**

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/06	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/06 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 698	2 030	2 850	1 152	67,9	820	40,4	6,4
Autres intermédiaires financiers	14 076	16 098	19 452	5 376	38,2	3 353	20,8	43,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	87	91	93	5	6,3	2	2,6	0,2
Sociétés non financières	14 294	14 967	18 008	3 714	26,0	3 041	20,3	40,2
Ménages & ISBLM	3 912	4 493	4 352	440	11,2	- 141	-3,1	9,7
<b>Total</b>	<b>34 067</b>	<b>37 679</b>	<b>44 755</b>	<b>10 688</b>	<b>31,4</b>	<b>7 075</b>	<b>18,8</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

### Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2005, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 257 002 millions d'euros, soit une hausse de 32 875 millions d'euros (14,7%) par rapport à la même date de l'année précédente. Sur le troisième trimestre 2005, la hausse s'élevait à 7 847 millions d'euros soit 3,1%.

### Les dépôts des résidents

Les dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise atteignent 123 261 millions d'euros, soit 48,0% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

**Tableau 21 Dépôts des résidents luxembourgeois (encours en fin de période)**

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	6 059	6 376	7 010	951	15,7	634	9,9	5,7
Secteur financier	61 752	86 771	90 248	28 496	46,1	3 477	4,0	73,2
Autres intermédiaires financiers	57 598	82 711	86 232	28 634	49,7	3 521	4,3	70,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 154	4 060	4 016	- 138	-3,3	- 44	-1,1	3,3
Secteur non financier	23 460	26 393	26 003	2 543	10,8	- 390	-1,5	21,1
Sociétés non financières	8 741	10 760	10 237	1 496	17,1	- 523	-4,9	8,3
Ménages & ISBLM	14 719	15 633	15 766	1 047	7,1	133	0,9	12,8
<b>Total</b>	<b>91 271</b>	<b>119 540</b>	<b>123 261</b>	<b>31 990</b>	<b>35,0</b>	<b>3 721</b>	<b>3,1</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

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

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise, on constate que leur majeure partie est effectuée par d'autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) pour un montant de 86 232 millions d'euros, soit 70,0% du total des dépôts. Dans ce contexte, il importe de noter que ces dépôts proviennent d'unités résidentes qui collectent les fonds provenant

non seulement de clients résidents, mais également, et dans une grande partie, de clients non résidents. La croissance de 49,7% (28 634 millions d'euros) entre septembre 2004 et septembre 2005 résulte entre autres d'un engouement pour les souscriptions de fonds luxembourgeois dont les dividendes ou intérêts reçus sont réinvestis, au moins en partie, sous forme de

dépôts. A lui seul, le troisième trimestre 2005 montre un apport de 6 298 millions d'euros, ce qui représente une croissance de 7,9%. Les ménages luxembourgeois, quant à eux, détenaient des dépôts pour un montant de 15 766 millions d'euros au 30 septembre 2005, soit 12,8% du total des dépôts effectués par les résidents.

Les dépôts des résidents luxembourgeois, dont le volume total s'élève à 123 261 millions d'euros, sont constitués à hauteur de 45,5% de dépôts à vue et 54,5% de dépôts à terme. Cette proportion élevée des dépôts à vue est surprenante car, tant les intermédiaires financiers que les ménages maintiennent souvent des dépôts bancaires pour des périodes très courtes en attendant l'investissement dans d'autres actifs et/ou la consommation, mais s'explique sans doute par la rémunération faible des dépôts à terme qui n'est guère de nature à inciter les investisseurs à prendre des engagements à moyen ou long terme.

Les dépôts des résidents d'autres pays membres de la zone euro

Du côté des dépôts émanant de résidents d'autres pays membres de la zone euro, une part importante revient aux dépôts des ménages avec un volume de 25 232 millions d'euros sur un total de 80 333 millions d'euros, soit 31,4%. Les sociétés non financières quant à elles ont déposé 32 504 millions d'euros soit 40,5% du total des dépôts effectués. Les 28,1% restant se répartissent entre les sociétés d'assurances, fonds de pension et autres intermédiaires financiers. On remarquera le développement important des dépôts des administrations publiques (32,3%) dont le poids relatif reste cependant assez faible avec 2,7%. Sur un an, de septembre 2004 à septembre 2005, le volume d'activités s'est tassé de 4,2% principalement en raison d'un retrait des dépôts auprès des banques luxembourgeoises. Le troisième trimestre montre également un léger recul de 1,6% ou 1 308 millions d'euros. Le secteur des sociétés non-financières apparaît prometteur avec une hausse de 6,4% sur an et 20,8% ou 5 596 millions d'euros au cours du troisième trimestre!

**Tableau 22 Dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)**

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 656	2 377	2 191	535	32,3	- 186	-7,8	2,7
Secteur financier	21 771	23 622	20 406	-1 365	-6,3	-3 217	-13,6	25,4
Autres intermédiaires financiers	16 741	17 321	15 262	-1 479	-8,8	-2 059	-11,9	19,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 030	6 302	5 144	114	2,3	-1 158	-18,4	6,4
Secteur non financier	60 392	53 690	57 737	-2 655	-4,4	4 047	7,5	71,9
Sociétés non financières	30 549	27 886	32 504	1 955	6,4	4 618	16,6	40,5
Ménages & ISBLM	29 843	25 804	25 232	-4 611	-15,4	- 571	-2,2	31,4
Total	83 819	79 689	80 333	-3 486	-4,2	644	0,8	100,0

Source: BCL

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

Notons que les résidents des autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 20,3% en dépôts à vue et 79,7% en dépôts à terme.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Au niveau des dépôts provenant des résidents des pays du reste du monde, les dépôts des ménages représentent un volume de 13 447 millions d'euros sur un total de 53 408 millions d'euros, soit 25,2%. En termes relatifs, les autres

intermédiaires financiers prennent la part la plus importante des dépôts avec 44,9% (24 005 millions d'euros). Dans ce contexte, on remarque la hausse des dépôts provenant des sociétés non financières qui augmentent sur un an avec 51,7% ou 4 442 millions d'euros; le troisième trimestre 2005 témoigne d'une augmentation de 25,1% ou 2 611 millions d'euros. L'évolution positive compense largement la baisse des dépôts des ménages survenue principalement pendant le troisième trimestre 2005.

**Tableau 23 Dépôts des résidents du reste du monde (encours en fin de période)**

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/06	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/06 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 430	1 202	1 895	465	32,5	693	57,6	3,5
Secteur financier	25 257	24 838	25 034	- 223	-0,9	196	0,8	46,9
Autres intermédiaires financiers	24 253	23 906	24 005	- 248	-1,0	100	0,4	44,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 005	932	1 029	25	2,5	97	10,4	1,9
Secteur non financier	22 350	25 065	26 479	4 129	18,5	1 414	5,6	49,6
Sociétés non financières	8 590	10 421	13 032	4 442	51,7	2 611	25,1	24,4
Ménages & ISBLM	13 760	14 644	13 447	- 313	-2,3	-1 197	-8,2	25,2
Total	49 037	51 106	53 408	4 371	8,9	2 303	4,5	100,0

Source: BCL

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

Finalement, les résidents des pays du reste du monde répartissent leurs dépôts à raison de 19,8% en dépôts à vue et 80,2% en dépôts à terme.

- L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

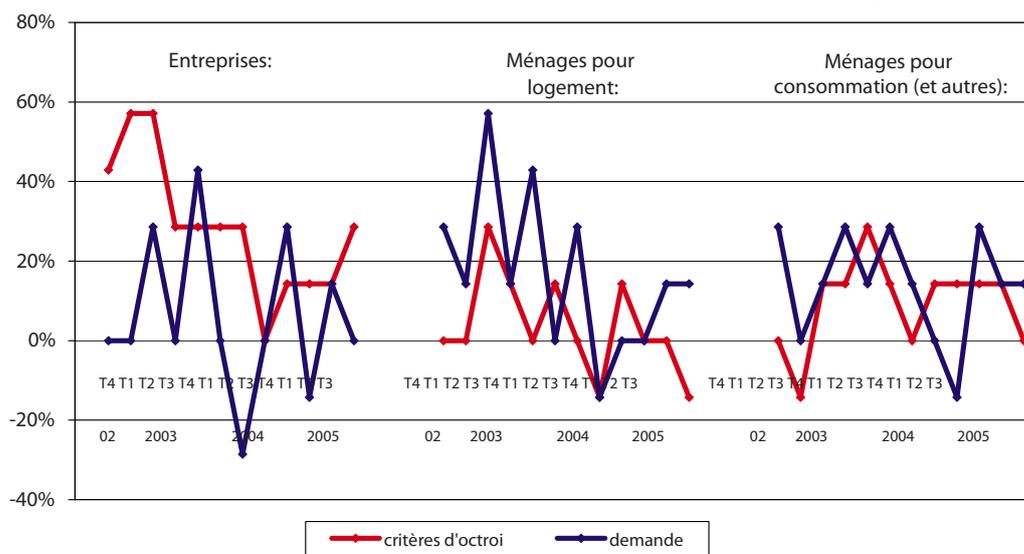
Les résultats du troisième trimestre 2005 de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg relative à l'évolution des critères d'octroi sont en ligne avec les

résultats de la zone euro. Du côté de la demande nette, une forte progression a été enregistrée pour la zone euro, tandis que les résultats indiquent que l'évolution de la demande nette est un peu plus contrastée au Luxembourg.

**Entreprises:** Les résultats les plus récents confirment qu'au Luxembourg la baisse tendancielle du durcissement net des critères d'octroi concernant l'attribution des crédits aux entreprises a été interrompue, voire même inversée.

**Graphique 33**

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



Source: BCL

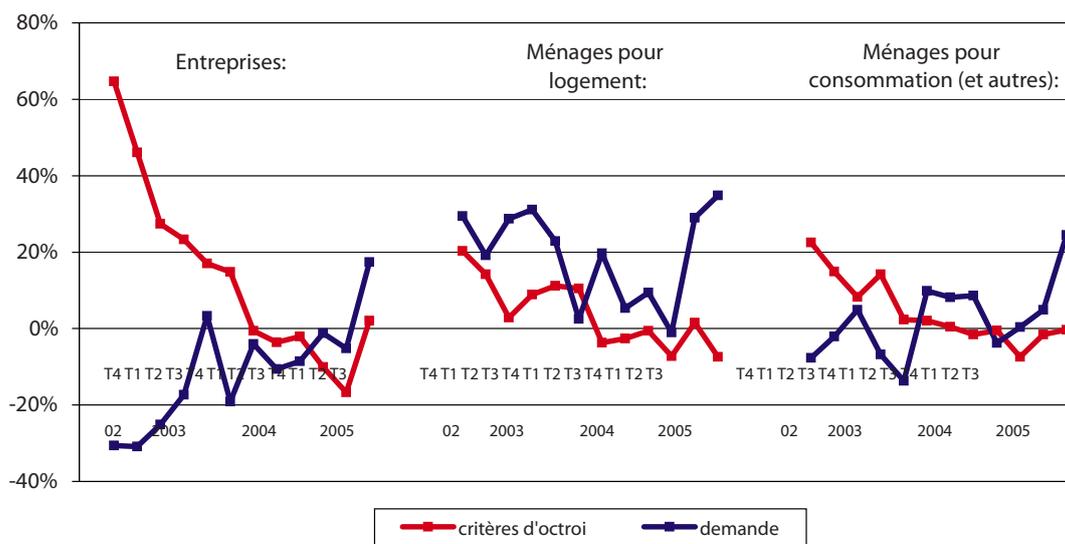
Note: Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Si les résultats des trois trimestres précédents avaient fait apparaître un durcissement net continu de ces critères de 14%, par opposition à l'assouplissement net prolongé et continu qui avait été enregistré au niveau

de la zone euro, le durcissement net de 29% enregistré au troisième trimestre est en ligne avec les derniers résultats de la zone euro pour laquelle un léger durcissement net a également été rapporté.

Graphique 34

L'évolution des critères d'octroi et de la demande de crédits dans la zone euro, pourcentages nets



Source: BCE

Note: 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 éléments qui ont contribué à l'évolution récente des critères d'octroi sont en principe les mêmes au Luxembourg et au niveau de la zone euro. Il s'agit des perceptions de risque relatives à l'activité économique globale, des perspectives spécifiques à chaque secteur et des coûts liés aux fonds propres. La contribution du facteur explicatif « concurrence des autres banques », qui au cours des trimestres précédents avait largement contribué à l'assouplissement net des critères au niveau de la zone euro, fut moins importante au troisième trimestre de l'année en cours, tant pour l'échantillon luxembourgeois que pour l'échantillon agrégé.

Du côté de la demande, aucun changement (net) n'a été enregistré au Luxembourg malgré le durcissement net qui a été rapporté pour les critères d'attribution. Au niveau de la zone euro par contre, le durcissement net des critères d'octroi a été enregistré dans le contexte d'une forte hausse de la demande nette de crédits des entreprises, qui est passée à 17% par rapport au trimestre précédent où une baisse de 5% avait été rapportée.

**Ménages (habitat):** Au Luxembourg, les résultats de l'enquête font apparaître un assouplissement net de 14% des critères d'octroi des crédits à l'habitat; depuis le début de l'enquête, ce n'est que la deuxième fois qu'un assouplissement net a été rapporté pour ces critères. Un assouplissement net a également été rapporté pour la zone euro. Bien que les résultats relatifs à l'échantillon luxembourgeois et à celui de la zone euro indiquent que la concurrence bancaire a contribué à ces résultats, l'évolution des perceptions de risque est plus contrastée pour les deux échantillons. Au Luxembourg, les prévisions concernant l'activité économique générale et les perspectives sur le marché du logement ont été citées comme ayant contribué à un durcissement, tandis que pour la zone euro uniquement les perspectives d'évolution du marché immobilier ont (légèrement) contribué à un durcissement.

La demande nette s'est inscrite à 14% au Luxembourg depuis deux trimestres, alors que l'échantillon agrégé de la zone euro fait apparaître une continuation de la

forte progression de la demande nette qui est passée de 29% à 35% au troisième trimestre.

**Ménages (consommation et autres):** Après une période prolongée lors de laquelle plusieurs durcissements nets consécutifs avaient été rapportés au Luxembourg, les critères en matière d'octroi de crédits pour consommation (et autres) n'ont enregistré aucun changement (net) au troisième trimestre 2005. Ces résultats sont en ligne avec ceux de la zone euro. Ces développements sont attribuables à plusieurs facteurs qui ont exercé des effets opposés sur l'évolution des critères d'octroi. Parmi ces facteurs, la solvabilité des consommateurs a été citée comme ayant contribué à un durcissement, tandis que la concurrence des autres banques a joué en sens inverse.

Il convient de noter que les critères d'octroi sont cependant restés inchangés dans un contexte d'accroissement de la demande nette. Au Luxembourg, cette hausse s'est inscrite à 14%, tout comme au trimestre précédent, alors qu'au niveau de la zone euro elle est passée de 5% au deuxième trimestre à 25% au trimestre sous revue.

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

### Les taux débiteurs

Dans le contexte d'un taux de refinancement maintenu depuis juin 2003 à un niveau plutôt accommodant par l'Eurosystème, les taux débiteurs des banques luxembourgeoises restent à des niveaux historiquement bas.

Au cours du troisième trimestre 2005, le coût des crédits immobiliers, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure à un an, s'est accru de cinq points de base, passant de 3,50% en juin à 3,55% en septembre. Sur les neuf premiers mois de l'année 2005, les taux d'intérêt des crédits immobiliers affichent une progression quasi-continue de 17 points de base (3,38% en décembre 2004). Parallèlement, le volume des nouveaux contrats a atteint 123 millions d'euros en septembre 2005, soit son niveau le plus bas depuis janvier 2004. Ce léger ralentissement qui intervient au début de l'automne, période généralement moins propice dans le domaine de la construction, ne doit pas faire oublier que le premier semestre de l'année 2005 a été particulièrement faste du point de vue des volumes de nouveaux crédits, grâce à un marché de l'immobilier dont le dynamisme ne peut être dissocié des conditions de financement toujours avantageuses.

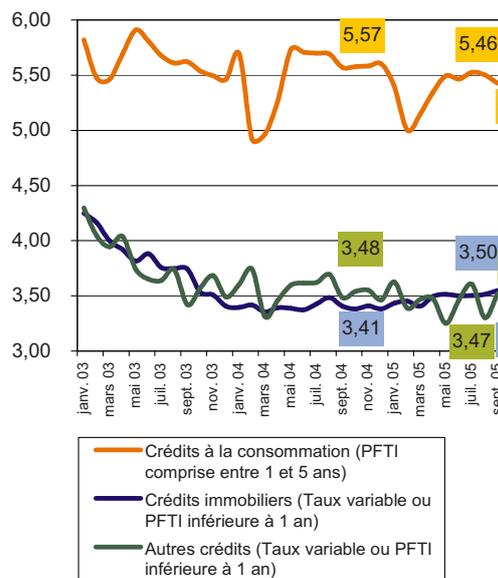
Le coût des crédits autres qu'immobiliers, avec une PFTI inférieure à un an, a évolué dans une fourchette

comprise entre 3,63% (janvier 2005) et 3,25% (mai 2005), et s'établit à 3,52% en septembre. La volatilité de cette catégorie de taux s'explique en grande partie par la diversité de profils des emprunteurs, mais également par la nature de leurs investissements. En d'autres termes, une part importante des crédits qui entrent dans cette catégorie sont octroyés à la clientèle des banques privées dans le but de réaliser des investissements sur les marchés financiers et boursiers. Ces clientèles peuvent afficher des niveaux de risques ou de patrimoines très disparates, ce qui peut entraîner une différenciation par les taux de la part des banques. Dans le même ordre d'idées, l'évolution des critères d'octroi vers un durcissement ou un assouplissement (comme ce fut le cas pour le troisième trimestre 2005) peut venir modifier le niveau des taux d'intérêt sans que cela soit motivé par une modification majeure des conditions de refinancement pour les banques.

Le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, s'établit à 5,43% en septembre 2005, contre 5,46% en juin 2005, soit une baisse modérée de trois points de base. Par ailleurs, des critères d'octrois inchangés au troisième trimestre pour les crédits à la consommation, peuvent en partie expliquer une relative stabilité sur ce segment depuis mai 2005 (5,49%).

Graphique 35

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



Source: BCL

Concernant les crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant n'excède pas un million d'euros, au cours des neuf premiers mois de l'année 2005, leur coût a évolué dans une fourchette comprise entre 3,86% en février et 3,80% en septembre. La valeur extrême de 4,31% observée en juin 2005 est volontairement érudée, puisqu'elle est expliquée par un phénomène statistique spécifique. En effet, au 30 juin 2005, 2% des banques de l'échantillon représentaient 84% du volume d'affaires total. Cette précaution prise, il est tout à fait remarquable que la volatilité observée sur la période janvier-septembre 2005 soit bien plus faible que celles observées lors des périodes précédentes (0,56% contre 6,30% pour la période janvier-septembre 2004).

Pour sa part, le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant est supérieur à un million d'euros, a diminué de neuf points de base entre juin 2005 (3,08%) et septembre 2005 (2,99%).

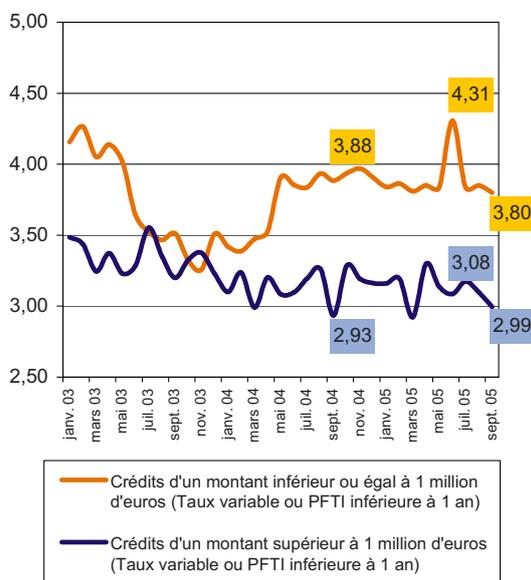
### Les taux créditeurs

La rémunération, par les banques luxembourgeoises, des dépôts à terme des ménages de la zone euro avec une maturité inférieure ou égale à un an, a diminué de huit points de base entre juin 2005 (1,91%) et septembre 2005 (1,83%). Parallèlement, celle des dépôts à termes des SNF augmentait de deux points de base, passant de 2,05% en juin 2005 à 2,07% en septembre 2005.

Dans ce contexte il importe de noter que des opérations ponctuelles visant des clientèles ciblées portant sur des montants très importants et émanant d'un nombre limité de banques peuvent créer des ruptures dans les séries historiques. Un tel phénomène est observable sur les dépôts à terme des ménages, où la rémunération moyenne s'élève à 2,76% pour le mois d'avril 2005, ce qui est largement supérieur à la moyenne de cette série. Sur le graphique qui suit, ce sursaut du taux d'intérêt sur les dépôts à terme a été représenté par une ligne pointillée. Afin de donner une lecture plus pertinente de la série historique, la ligne pleine sur le graphique représente l'évolution du taux d'intérêt corrigé de cet effet ponctuel.

Graphique 36

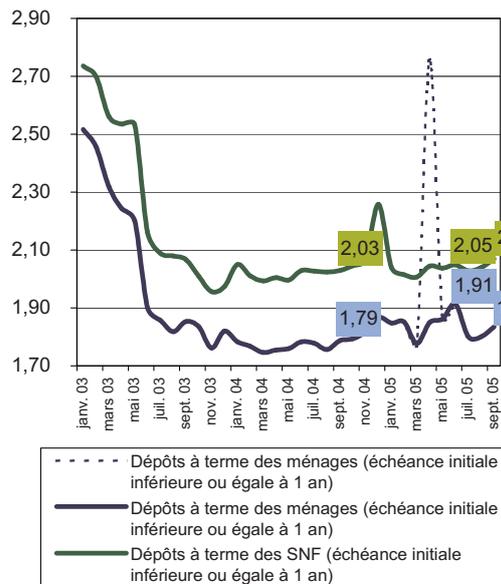
Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux crédits accordés aux SNF de la zone euro



Source: BCL

Graphique 37

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



Source: BCL

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

Depuis le ralentissement économique en 2002 et 2003, le climat boursier (évolutions boursières entre les 30 septembre 2004 et 2005: Paris, CAC40 +26,4%; Londres, FTSE100 +19,8 %; Frankfurt, Dax30 +29,6%; Luxembourg, LUXX +35,5%), qui influence largement les résultats des banques luxembourgeoises, a favorablement évolué et ceci malgré un cours élevé du pétrole.

La persistance du retour à l'accalmie sur les marchés financiers et des perspectives économiques plus favorables ont soutenu le regain de confiance des investisseurs, stimulant ainsi les investissements des sociétés non financières et des particuliers sur les marchés des actifs financiers.

Ces évolutions ont stimulé l'activité bancaire au Grand-Duché, non seulement par la hausse du volume

d'activités dans le domaine des crédits, mais également en ce qui concerne le volume d'activités boursières, où les banques interviennent en tant qu'intermédiaires pour le compte de leurs clients.

Dans ces conditions, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 3 416 millions d'euros au 30 septembre 2005, ce qui représente une hausse de 20% par rapport au 30 septembre 2004, date à laquelle ce chiffre s'élevait à 2 847 millions d'euros.

Le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, augmente de 12,7 % pour s'établir à 6 128 millions d'euros au 30 septembre 2005.

La marge sur intérêt est quant à elle en progression de 6,5% et atteint 2 933 millions d'euros au 30 septembre 2005 contre 2 754 millions d'euros à la même date de l'année précédente. L'évolution positive de la marge sur intérêts reflète la progression du volume d'affaires.

**Tableau 24** *Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois* <sup>1) 2)</sup>

	2004 / 09	2005 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1 Intérêts et dividendes perçus	21 771	25 274	16,1	3 503
2 Intérêts bonifiés	19 017	22 341	17,5	3 324
3 Marge sur intérêt (1-2)	2 754	2 933	6,5	179
Revenus nets:				
4 sur réalisation de titres	341	313	-8,2	-28
5 sur commissions	2 094	2 357	12,6	263
6 sur opérations de change	211	237	12,3	26
7 sur divers	36	288	700,0	252
8 Revenus nets (4+5+6+7)	2 682	3 195	19,1	513
<b>9 Résultat brut (3+8)</b>	<b>5 436</b>	<b>6 128</b>	<b>12,7</b>	<b>692</b>
10 Frais de personnel	1 339	1 432	6,9	93
11 Frais d'exploitation	1 009	1 052	4,3	43
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 348	2 484	5,8	136
13 Impôts divers, taxes et redevances	28	27	-3,6	-1
14 Amortissements sur immobilisé non financier	213	201	-5,6	-12
<b>15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)</b>	<b>2 847</b>	<b>3 416</b>	<b>20,0</b>	<b>569</b>

Source: BCL

1) Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

Les intérêts perçus ainsi que les intérêts bonifiés ont en conséquence augmenté en chiffres absolus. Fin septembre 2005, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 25 274 millions d'euros (en hausse de 16,1% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient

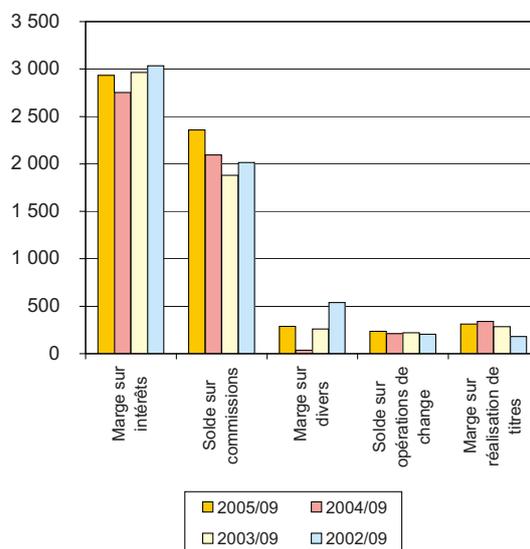
un montant de 22 341 millions d'euros (en hausse de 17,5% par rapport au 30 septembre 2004). Il reste à noter, que l'importance relative de la marge sur intérêt diminue pour s'élever à 47,9% au 30 septembre 2005 (par rapport à 50,1% au 30 juin 2005) du résultat brut.

Le résultat hors intérêts a surtout été marqué par une hausse du solde net sur commissions et par une hausse des revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissements – pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire, voire pour certaines d'administration centrale – a bénéficié des conditions favorables prévalant sur les marchés financiers et en particulier du regain considérable de l'activité boursière. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions, qui se sont accrues à concurrence de 263 millions d'euros (+12,6%) sur 12 mois, passant de 2 094 millions d'euros au 30 septembre 2004 à 2 357 millions d'euros un an plus tard. Le développement favorable des commissions perçues est confirmé par une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, qui avait franchi le cap des 1 000 milliards d'euros au premier trimestre 2004, s'est établie à un nouveau niveau record de 1 423 milliards d'euros fin septembre 2005. Il reste à remarquer la hausse importante des revenus nets sur divers (+700%) qui s'explique entre autres par des plus-values réalisées sur cessions de participations, revenus par nature très volatiles.

Du côté des dépenses, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) affichent une hausse de 5,8% (+136 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 2 484 millions d'euros au 30 septembre 2005 contre 2 348 millions d'euros un an plus tôt. Cette hausse est majoritairement (68,3%) imputable aux frais de personnel, qui ont augmenté suite à une progression de l'emploi dans les établissements de crédit de l'ordre de 487 (+2,2%) unités entre septembre 2004 et septembre 2005, combiné à la hausse salariale tendancielle.

Graphique 38

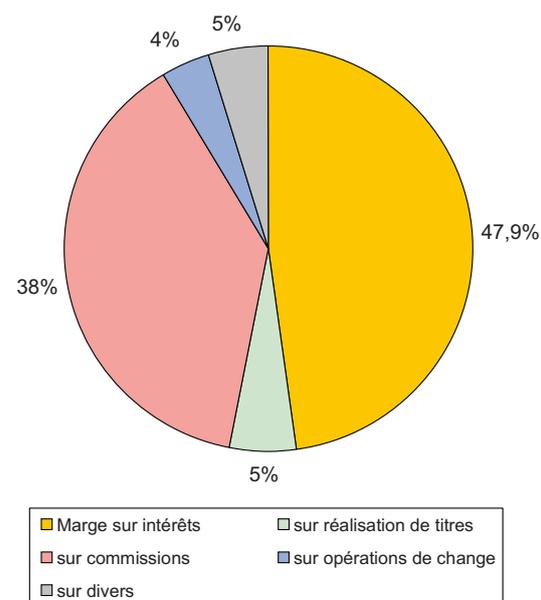
Evolution des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du troisième trimestre de 2005 par rapport aux années précédentes



Source: BCL

Graphique 39

Poids des principales composantes dans les revenus bancaires au troisième trimestre 2005



Source: BCL

Finalement, il reste à conclure, que la hausse du produit bancaire compense largement l'augmentation des postes de dépenses opérationnelles comme le montre la progression du résultat avant provisions qui s'est accru de 20% ou 569 millions d'euros en comparaison annuelle.

### 1.2.8.3 Les organismes de placement collectif

Sous l'impulsion d'une évolution favorable des principaux indices boursiers et du cours des titres de créance à long terme, les OPC luxembourgeois et étrangers ont affiché une évolution positive au cours de l'année 2005. La hausse soutenue des actifs en gestion aurait sans doute été encore plus marquée si la hausse importante du prix du pétrole n'avait pas marqué l'année 2005 et pesé sur les décisions des investisseurs.

L'évolution positive de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement est cependant encore contrastée par le développement plutôt lent des fonds de pension internationaux (ASSEP<sup>23</sup> et SEPCAV<sup>24</sup>). Notons cependant qu'au cours de l'année 2005 et jusqu'à la fin du

mois de septembre, deux nouveaux fonds de pension ont été ajoutés au tableau officiel, ce qui porte leur nombre à treize. Le développement des SICAR<sup>25</sup>, conformément à la loi du 15 juin 2004, témoigne d'une évolution dynamique depuis la mise en vigueur de la loi avec 28 unités officielles au 14 novembre 2005. Le nombre des organismes de titrisation agréés, conformément à l'article 21 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation, était de cinq unités au 14 novembre 2005.

#### • L'évolution en nombre

Alors que l'année 2004 s'était soldée par une augmentation du nombre d'OPC de 98 unités, les neuf premiers mois de l'année 2005 affichent une augmentation de 85 unités portant le nombre total d'OPC inscrits sur la liste officielle à 2 053 unités. Au 30 septembre 2005, 1 278 OPC ont adopté une structure à compartiments multiples, ce qui représente 7 557 compartiments, alors que 775 OPC ont opté pour une structure classique.

**Tableau 25 Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire<sup>1)</sup>**

En fin de période	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005/09
1. Nombre d'OPC	1 329	1 384	1 426	1 521	1 630	1 785	1 908	1 941	1 870	1 968	2 053
2. Valeur nette d'inventaire en EUR millions	261 798	308 605	391 766	486 843	734 500	874 600	928 447	844 508	953 302	1 106 222	1 423 551

Source: Commission de Surveillance du Secteur Financier

1) Les données se rapportant aux années 1995 à 1998 ont été converties en EUR sur base du taux de conversion EUR = 40,3399 LUF

#### • L'évolution de la valeur nette d'inventaire

L'actif net total géré par les OPC s'est accru de 28,7% au cours des neuf premiers mois de l'année 2005, pour s'établir à 1 423 551 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2005.

Le développement du patrimoine net global des OPC s'explique par plusieurs facteurs. Le rendement des dépôts et obligations est historiquement faible, au moins en ce qui concerne les émissions en euros. Parallèlement, les marchés d'actions sont à la hausse, en raison notamment de la croissance des bénéfices des sociétés cotées, ce qui favorise les fonds d'investissement luxembourgeois dont une part importante est orientée vers les investissements en actions.

Ainsi, la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement a atteint un niveau historique en septembre 2005. Cette évolution s'explique par la conjonction de deux facteurs, à savoir, d'une part, l'évolution haussière des marchés financiers et, d'autre part, le fait que l'investissement net en capital<sup>26</sup> ait été continuellement positif au cours des neuf premiers mois de l'année 2005 en dépit des variations négatives des marchés financiers en mars et en avril.

L'investissement net en capital dont la moyenne mensuelle était de 9 478 millions d'euros en 2004 a plus que doublé pour atteindre 19 333 millions d'euros au cours de l'année 2005. Ainsi, les fonds d'investissements luxembourgeois enregistrent en moyenne

23 ASSEP: Association d'épargne-pension

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

25 SICAR: Société d'investissement en capital à risque

26 L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats net ajusté pour tenir compte des OPC en liquidation

4 461 millions d'euros de nouveaux apports en capital par semaine.

Dans ce même contexte on notera que la variation moyenne mensuelle de la VNI, expliquée par la hausse des marchés financiers, est passée de 12 743 millions d'euros en 2004 à 35 259 millions au cours des trois premiers trimestres de 2005. Cette hausse s'explique d'une part par l'évolution positive des marchés financiers sur le plan international ainsi que par une gestion fructueuse des fonds d'investissement luxembourgeois.

- Les OPC monétaires

La somme de bilan des seuls OPC monétaires luxembourgeois s'est élevée à 175 078 millions d'euros au 30 septembre 2005 contre 163 218 millions d'euros un an plus tôt et 169 505 à la fin du mois de juin 2005.

La hausse du volume d'activités en croissance annuelle se chiffre à 7,3% ou 11 860 millions d'euros entre septembre 2004 et 2005. Cette performance est principalement liée au bon développement des créances sur les établissements de crédit, qui ont augmenté de 6 787 millions d'euros sur un an, ce qui correspond à une hausse de 49,1%. La croissance de la somme de bilan des OPC monétaires semble toutefois modeste si on la met en relation avec le développement de la VNI de l'ensemble des OPC qui a atteint 34,4% sur un an (septembre 2004 et 2005). L'explication tient d'une part des rendements historiquement bas des OPC monétaires et d'autre part du bon développement des marchés financiers sur cette période. En effet, étant donné que les OPC monétaires investissent principalement en dépôts bancaires et/ou titres de créance avec une échéance résiduelle inférieure ou égale à un an, les performances des marchés financiers n'ont qu'un impact marginal sur leur développement. Par contre, les OPC non monétaires bénéficient davantage des bonnes performances observées sur les marchés boursiers au cours des derniers mois.

Au 30 septembre 2005, le nombre d'OPC monétaires pris en considération était de 412 compartiments, contre 407 au 31 décembre 2004, ce qui porte la moyenne des actifs par compartiment monétaire à 425 millions d'euros en septembre 2005.

**Tableau 26 Portefeuille de titres autres que des actions détenues par les OPC monétaires (encours en fin de période)**

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2004/09	2005/06	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/06 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<b>Emetteurs résidents</b>	2 715	2 478	2 542	- 173	-6,4	64	2,6	1,7
Etablissements de crédit	1 936	1 851	1 843	- 93	-4,8	- 8	-0,4	1,2
Administrations publiques	30	41	17	- 13	-44,1	- 25	-59,5	0,0
Autres secteurs	749	586	682	- 67	-8,9	96	16,4	0,5
Autres intermédiaires financiers	513	493	596	83	16,1	103	20,9	0,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	13	4	0	- 13	-	- 4	-	-
Sociétés non financières	224	89	87	- 137	-61,2	- 3	-2,9	0,1
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-
<b>Emetteurs des autres pays de la zone euro</b>	70 720	70 563	72 319	1 599	2,3	1 756	2,5	48,3
Etablissements de crédit	40 717	36 938	38 741	-1 975	-4,9	1 803	4,9	25,9
Administrations publiques	14 825	16 376	15 958	1 133	7,6	- 417	-2,5	10,7
Autres secteurs	15 178	17 249	17 619	2 441	16,1	370	2,1	11,8
Autres intermédiaires financiers	7 869	10 325	11 297	3 428	43,6	973	9,4	7,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 010	1 034	594	- 416	-41,2	- 439	-42,5	0,4
Sociétés non financières	6 289	5 891	5 728	- 561	-8,9	- 163	-2,8	3,8
Ménages et ISBLM	9	0	0	- 9	-	0	-	-
<b>Emetteurs du reste du monde</b>	71 154	72 862	74 755	3 601	5,1	1 893	2,6	50,0
Etablissements de crédit	32 158	36 283	36 856	4 698	14,6	573	1,6	24,6
Administrations publiques	4 986	3 738	3 234	-1 752	-35,1	- 503	-13,5	2,2
Autres secteurs	34 010	32 841	34 665	655	1,9	1 824	5,6	23,2
<b>Total</b>	<b>144 588</b>	<b>145 903</b>	<b>149 616</b>	<b>5 028</b>	<b>3,5</b>	<b>3 713</b>	<b>2,5</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois

Le tableau ci-dessus montre que le portefeuille de titres autres que des actions détenu par des OPC monétaires luxembourgeois se compose en majorité de titres émis par les émetteurs du reste du monde (50,0%), suivi par les émetteurs des autres pays de la zone euro (48,3%) et en dernier lieu par des émetteurs luxembourgeois qui ont un poids relativement faible de 1,7%. Le portefeuille de titres autres que des actions détenu par les OPC monétaires a progressé de 3,5% de septembre 2004 à 2005 et de 2,5% pendant le troisième trimestre de l'année en cours.

D'un point de vue sectoriel, les investissements des OPC monétaires se caractérisent essentiellement par la détention de titres émis par des établissements de crédit qui, sur une base cumulée des trois zones géographiques, représentent près de la moitié des titres «autres que des actions» détenus (51,8%); les titres émis par les administrations publiques représentent seulement

12,8% et ceux des autres secteurs près d'un tiers des investissements (35,4%).

Ces choix ne sont guère surprenant si l'on considère que l'objectif des OPC monétaires est de garantir un rendement proche du marché monétaire. A cette fin, les investissements doivent se faire soit dans des dépôts bancaires soit dans des titres de créance avec une échéance initiale et/ou résiduelle courte tout en recherchant des émetteurs d'une bonité exemplaire.

### 1.2.9 Le commerce extérieur

Sur les huit premiers mois de 2005, le déficit du commerce extérieur du Luxembourg s'est réduit de 11% en atteignant 2,3 milliards d'euros contre 2,5 milliards environ sur la même période de 2004. Cette contraction du déficit commercial résulte de la croissance (5,6%) des exportations de biens qui ont totalisé 6,6 milliards

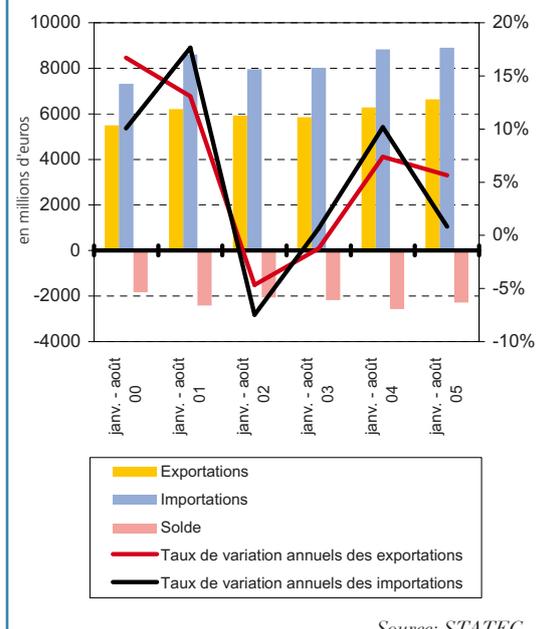
d'euros alors que les importations n'ont progressé que très légèrement (+0,8% à 8,9 milliards d'euros).

Même si les exportations se sont dans l'ensemble améliorées, les livraisons des produits sidérurgiques, qui représentent près de 30% de toutes les exportations du Luxembourg, ont accusé une baisse de 2,4% sous l'effet de la stagnation de la demande en Europe occidentale. La faiblesse des ventes du secteur sidérurgique a été compensée par la bonne tenue des livraisons de machines et équipements qui ont progressé de 14% et par la hausse de 6,3% des livraisons d'autres articles manufacturés classés d'après la matière première. S'y ajoutent aussi les exportations de produits chimiques et produits connexes qui se sont accrues de 11,8%. Par ailleurs, les livraisons à destination de la zone euro (77,4% de toutes les exportations) ont dans l'ensemble augmenté de 5,7%. Les ventes vers la Belgique et la France, qui ensemble représentent environ un tiers des exportations totales, ont par contre baissé de respectivement 0,1% et 10%. Les exportations vers les principaux marchés hors zone euro se sont bien portées à l'exception des fournitures de biens à destination du Japon (-11%).

La légère hausse des importations masque de fortes variations en sens contraires au niveau de différentes catégories et de différents partenaires commerciaux. Ainsi, les importations de matériel de transport, qui avaient atteint un niveau exceptionnellement élevé en 2004 en raison d'acquisitions d'aéronefs, se sont réduites de 11,7%. A cela s'ajoute aussi la réduction des importations de consommations intermédiaires du secteur sidérurgique (-10,7%), et d'articles manufacturés divers (-5,8%). Par contre, la facture liée aux importations de produits pétroliers s'est fortement appréciée (+32%) suite au renchérissement du prix du pétrole. Enfin, si les fournitures de biens en provenance de la zone euro (88% de toutes les importations) ont augmenté de 3,4%, les importations en provenance des Etats-Unis (pays fournisseur d'aéronefs ci-dessus), du Japon et des pays émergents d'Asie se sont fortement contractées.

Graphique 40

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

1.2.10 La balance des paiements

1.2.10.1 Le compte courant

Au premier semestre 2005, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent en baisse de 8% à environ 1,2 milliard d'euros contre 1,3 milliard au même semestre de 2004. Alors que les soldes des services et des transferts courants se sont nettement améliorés, la détérioration du solde courant s'explique par l'aggravation des déficits des revenus et des marchandises. Des paiements de dividendes à l'étranger intervenus au deuxième trimestre de 2005 se sont ajoutés au traditionnel déficit de la rémunération des frontaliers, alourdissant de 35% l'ensemble du déficit des revenus au premier semestre de 2005. De même, le déficit de la balance des marchandises a progressé de 5% au premier semestre 2005, essentiellement sous l'effet du ralentissement conjoncturel des exportations de produits sidérurgiques et sous l'effet de la hausse du prix des produits pétroliers.

Sur l'ensemble du premier semestre 2005, la contribution nette de la balance des services s'est, quant à elle, accrue de 12% à 5,8 milliards d'euros. Trois catégories de services ont contribué à cette amélioration: les services financiers, le transport (fret aérien) et les services d'assurance. L'excédent dégagé par les services financiers continue à enregistrer une performance notable en grande partie sous l'effet de l'évolution favorable du sec-

teur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception des commissions financières. Par ailleurs le solde des transferts courants s'est amélioré tant pour le secteur public que privé.

#### 1.2.10.2 Le compte financier

Au cours du premier semestre de 2005, les transactions financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 586 millions d'euros contre 819 millions au même semestre de 2004. Au niveau de différentes composantes du compte financier, les investissements de portefeuille, ainsi que les produits financiers dérivés ont enregistré des entrées nettes qui ont été plus que compensées par des sorties nettes enregistrées par les investissements directs et par les autres investissements (prêts et dépôts).

Les flux d'investissements de portefeuille ont été caractérisés par d'importantes souscriptions des non-résidents aux titres de participation émis au Luxembourg qui ont rapporté 88 milliards d'euros au premier semestre de 2005 contre respectivement 47 milliards et 25 milliards aux mêmes semestres de 2004 et de 2003. Cette évolution reflète pour l'essentiel le développement des fonds

d'investissements luxembourgeois. En tenant également compte des entrées de capitaux liées aux émissions de titres de créance (18,5 milliards d'euros), les placements des non-résidents en titres luxembourgeois ont totalisé près de 107 milliards d'euros au premier semestre 2005 contre 46,6 milliards au même semestre de 2004. Soulignons toutefois qu'une grande partie de fonds récoltés, notamment par les OPC, a été investie en titres de créance (60 milliards d'euros) et en actions (37 milliards) émis par les non-résidents. Au total, les investissements de portefeuille se sont donc soldés par des entrées nettes de capitaux de 10 milliards d'euros environ, auxquelles viennent s'ajouter 2,4 milliards d'entrées nettes au titre de produits financiers dérivés.

Les entrées nettes précitées ont globalement été compensées par des sorties nettes de 13 milliards environ, principalement sous forme d'autres investissements mais aussi, dans une moindre mesure, sous forme d'investissements directs. Une grande partie des entrées liées aux émissions d'obligations mentionnées ci-dessus a servi à financer des prêts internationaux intra-groupes. De même, une partie des fonds collectés par les OPC luxembourgeois, et qui n'a pas été investie en valeurs mobilières, a été placée sous forme de dépôts à l'étranger.

Tableau 27 Balance des paiements du Luxembourg<sup>1)</sup>

Unité: Million EUR	2004 S1			2005 S1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>45,833</b>	<b>44,548</b>	<b>1,285</b>	<b>51,136</b>	<b>49,952</b>	<b>1,183</b>
Marchandises	5,430	6,777	-1,347	5,629	7,043	-1,414
Services	13,193	7,968	5,225	15,041	9,186	5,855
Revenus	25,469	27,493	-2,024	28,584	31,314	-2,730
Transferts courants	1,742	2,310	-568	1,882	2,409	-527
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>16</b>	<b>69</b>	<b>-53</b>	<b>14</b>	<b>82</b>	<b>-69</b>
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>
<b>COMPTE FINANCIER<sup>2)</sup></b>			<b>-819</b>			<b>-586</b>
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS<sup>3)</sup></b>	<b>-17,226</b>	<b>13,311</b>	<b>-3,915</b>	<b>-6,712</b>	<b>5,386</b>	<b>-1,326</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-13,907	13,175	-732	-2,904	2,982	78
Autres opérations, Prêts intragroupes	-3,319	136	-3,183	-3,809	2,404	-1,405
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>-11,388</b>	<b>46,662</b>	<b>35,273</b>	<b>-97,013</b>	<b>106,947</b>	<b>9,933</b>
Titres de participation	-14,329	47,136	32,807	-37,018	88,399	51,381
Titres de créance	2,941	-475	2,466	-59,996	18,548	-41,448
<b>PRODUITS FINANCIERS DERIVES</b>			<b>-2,176</b>			<b>2,422</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>-58,862</b>	<b>28,840</b>	<b>-30,022</b>	<b>-88,362</b>	<b>76,731</b>	<b>-11,632</b>
<b>AVOIRS DE RESERVE</b>			<b>21</b>			<b>17</b>
<b>Erreurs et omissions</b>			<b>-413</b>			<b>-529</b>

Source: BCL/STATEC

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

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

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

### L'évolution de l'investissement international de portefeuille au Luxembourg et au niveau mondial de 1997 à 2004

A la fin du mois de septembre 2005, le Fonds Monétaire International (FMI) a rendu public les résultats révisés issus des enquêtes coordonnées sur les investissements de portefeuille (ECIP) pour les années 1997, 2001, 2002 et 2003.

Ces enquêtes ont été entreprises conformément aux recommandations formulées dans le Rapport Godeau (Report on the Measurement of International Capital Flows), que le FMI a publié en 1992. Ce rapport soulignait l'accroissement du volume des investissements de portefeuille à travers le monde, une des conséquences de la libéralisation des marchés financiers. Il était donc nécessaire d'organiser des enquêtes coordonnées pour collecter des éléments statistiques suffisamment cohérents.

La mise en oeuvre de l'ECIP a pour objet d'améliorer les statistiques concernant les avoirs d'investissement de portefeuille, détenus sous forme de titres de participation et de titres de créance à long et à court termes<sup>27</sup> émis par des non-résidents du pays déclarant. L'ECIP permet entre autres de répondre aux préoccupations suscitées par les discordances et lacunes que comportent les statistiques relatives aux flux financiers mondiaux. Il convient de noter que l'ECIP ne vise pas l'intégralité des titres détenus par les résidents et émis par les non-résidents. En effet, les titres relatifs à des investissements directs ne sont pas pris en compte par cette enquête.

27 Seuls les titres de participation et les titres de créance à long terme faisaient l'objet de l'ECIP en 1997. Les titres de créance à court terme n'y étaient inclus qu'à titre facultatif.

La première ECIP, à laquelle 29<sup>28</sup> pays ont pris part, a porté sur la situation à la fin de l'année 1997. Cette enquête comportait des lacunes significatives, notamment la non-participation d'un certain nombre de pays investisseurs importants ou de petits pays dotés d'une place financière internationale. En dépit de ces limitations, l'ECIP de 1997 a apporté des résultats encourageants. En effet, les informations collectées ont permis, entre autres, de mieux connaître les diverses méthodologies et pratiques nationales pour la collecte de données. A partir de ces renseignements, des normes méthodologiques de haute qualité et certaines spécifications communes ont pu être établies, afin de faciliter les échanges de données dans le monde entier.

Ainsi, le FMI a recommandé qu'une nouvelle enquête soit organisée sur la situation à la fin 2001 et que l'exercice soit renouvelé à intervalles réguliers à l'avenir. Il a été décidé par la suite que l'ECIP serait reconduite sur base annuelle. Pour la deuxième édition en 2001 et pour les deux années suivantes, près de 70 pays internationaux dont le Luxembourg ont participé à l'ECIP.

### Résultats pour le Luxembourg

Zone euro

Le tableau ci-dessous reprend l'ensemble des investissements de portefeuille par les différents pays membres de la zone euro.

**Tableau 28 Investissements de portefeuille détenus par les pays membres de la zone euro (en milliards de USD)**

<i>Investisseurs de la zone euro</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
1 France	710	932	1 367
2 Luxembourg	821	923	1 333
3 Allemagne	792	898	1 205
4 Irlande	433	574	812
5 Italie	552	596	791
6 Pays-Bas	486	570	783
7 Espagne	173	272	433
8 Belgique	280	319	415
9 Autriche	112	152	207
10 Finlande	56	76	107
11 Portugal	45	62	97
12 Grèce	8	18	34
Total zone euro	4 468	5 392	7 584

Source: FMI, BCL

Les investisseurs luxembourgeois détiennent des titres émis par un grand nombre de pays<sup>29</sup>, mais les bénéficiaires majeurs de ces investissements sont les Etats membres de la zone euro. En 2003, 49% de l'ensemble des titres détenus au Luxembourg dans le cadre des investissements de portefeuille à l'étranger sont émis par les pays de la zone euro, tandis que 65% des titres émis au Luxembourg, principalement des parts d'OPC, sont détenus par ces pays selon l'ECIP. Ces deux rapports ont été également observés pour les deux années

28 Argentine, Australie, Autriche, Belgique, Bermudes, Canada, Chili, Corée, Danemark, Espagne, Etats-Unis, Finlande, France, Islande, Indonésie, Irlande, Israël, Italie, Japon, Malaisie, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Thaïlande et Venezuela.

29 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)) table 11.6: «Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois»

précédentes. Parmi les 12 pays membres de la zone euro, le Luxembourg occupe la première position en 2001 en terme de l'investissement de portefeuille à l'étranger, mais il s'est classé deuxième en 2002 et 2003, juste derrière la France, mais devant l'Allemagne.

#### Pays de l'Union européenne hors zone euro

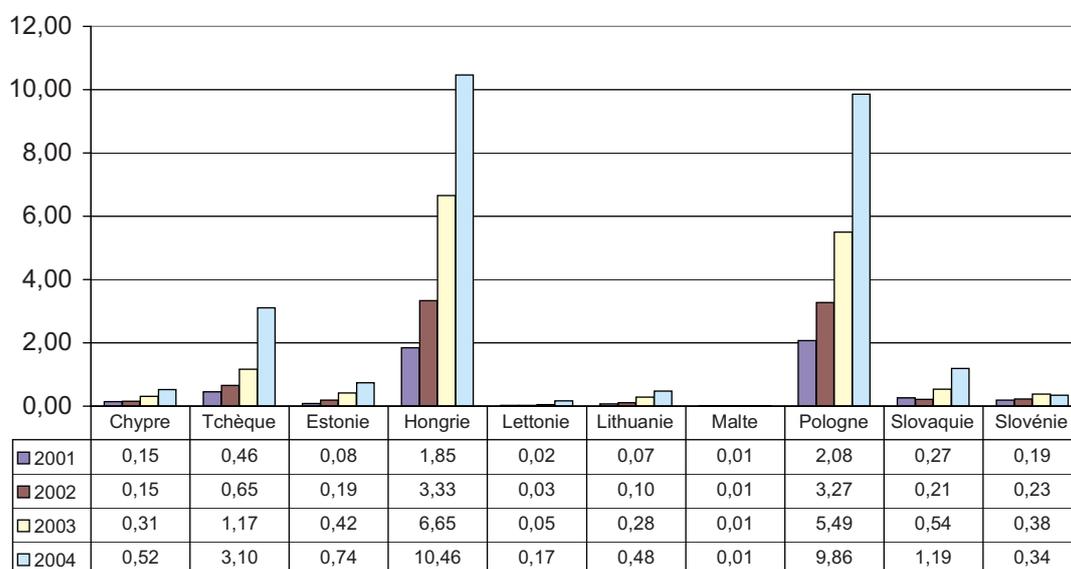
En 2003, le volume des titres émis par les trois pays<sup>30</sup> qui n'appartiennent pas à la zone euro et détenus au Luxembourg est estimé à 150 milliards de USD, ce qui représente 11% des investissements de portefeuille à l'étranger des résidents luxembourgeois. En revanche, selon l'ECIP, seulement 8% des titres émis au Luxembourg sont détenus par ces trois pays.

Avec l'arrivée des dix nouveaux pays dans l'Union européenne en 2004, les investissements de portefeuille du Luxembourg dans les 13 pays de l'Union européenne hors zone euro s'élèvent à 196 milliards de USD et représentent 12% du volume total. Les titres émis par le Luxembourg et détenus par ces pays s'élèvent à 70 milliards de USD, soit 8% du volume total.

Parmi les 10 nouveaux membres de l'Union européenne, la Hongrie et la Pologne ont la faveur du Luxembourg dans ce domaine: en 2004, les investissements des résidents luxembourgeois dans ces deux pays étaient de l'ordre de 10 milliards de USD, chiffre légèrement supérieur à titre de comparaison au montant investi au Portugal.

Graphique 41

#### L'investissement de portefeuille du Luxembourg dans les 10 nouveaux pays membres de l'Union européenne (en milliards de USD)



Source: FMI, BCL

#### Le reste du monde

Si les différents pays sont pris individuellement, les Etats-Unis occupent toujours la première place parmi les pays émetteurs de titres détenus au Luxembourg. Un léger fléchissement a été observé en 2002, mais les investissements des résidents luxembourgeois dans ce pays ont progressé les années suivantes, pour atteindre 261 milliards de USD en 2004, contre 178 milliards en 2001. Cependant, converti en euro, le volume de ces

<sup>30</sup> Danemark, Suède, Grande-Bretagne

investissements ont légèrement diminué de 202 à 192 milliards d'euros (en 2001 et en 2004 respectivement) en raison de la dépréciation du dollar américain par rapport à l'euro entamée en 2002.

De plus, cette dépréciation a entraîné un ancrage de plus en plus profond de la stratégie d'investissement du Luxembourg dans le monde économique européen. En effet, une diminution en pourcentage des titres américains détenus par les résidents luxembourgeois a été observée, à savoir 22% en 2001 contre seulement 16% en 2004.

L'ECIP a permis d'ailleurs de constater que la stratégie des investisseurs luxembourgeois varie en fonction des contreparties. En 2003, alors que 54% des titres américains détenus au Luxembourg sont des titres de participation, tel n'est le cas pour seulement 18% dans le cas des titres émis par l'Allemagne. En revanche, pour les investissements en titres de créance, les résidents luxembourgeois se tournent forcément davantage vers les émetteurs allemands.

**Tableau 29 Les plus grands pays émetteurs de titres détenus par le Luxembourg (en milliards de USD)**

<i>Pays émetteurs de titres</i>	2001		2002		2003		2004	
1 Etats-Unis	178	22%	176	19%	232	17%	261	16%
2 Allemagne	150	18%	171	19%	213	16%	230	14%
3 France	59	7%	69	7%	119	9%	139	9%
4 Italie	47	6%	67	7%	107	8%	130	8%
5 Grande-Bretagne	60	7%	66	7%	100	8%	116	7%
6 Pays-Bas	54	7%	63	7%	82	6%	87	5%
7 Japon	27	3%	23	2%	42	3%	75	5%
8 Espagne	24	3%	23	3%	34	3%	60	4%
9 Belgique	28	3%	33	4%	39	3%	47	3%
10 Îles Caïmans	20	2%	24	3%	37	3%	43	3%
Autres	172	21%	207	22%	330	25%	428	26%
<b>Total des investissements</b>	<b>821</b>		<b>923</b>		<b>1 333</b>		<b>1 616</b>	

Source: BCL

Les investissements des résidents luxembourgeois en Asie ont progressé à un rythme soutenu. Dans cette partie du globe, le Japon est de loin le favori des investisseurs luxembourgeois; le volume de leurs placements dans ce pays s'élève à près de 75 milliards de USD en 2004, devançant la Corée du Sud (13 milliards) et Hongkong (10 milliards). Quant à la Chine, les investissements luxembourgeois relèvent principalement des investissements directs. S'agissant de la stratégie en matière de placement en Asie, les investisseurs luxembourgeois ont montré une nette préférence pour les titres de participation, surtout en Chine et en Inde (plus de 95%). Cette tendance, bien que renforcée au fil des ans en ce qui concerne ces deux pays, est quelque peu atténuée en faveur des titres de créance dans d'autres pays, tels que le Japon, la Malaisie ou Singapour. La détention de titres de créance émis par ces pays gagne peu à peu du terrain dans le portefeuille des résidents luxembourgeois (37% en 2004 contre 24% en 2001 pour les titres japonais).

**Tableau 30 Investissements du Luxembourg en Asie (en milliards de USD)**

<i>Pays émetteurs</i>	2001	2002	2003	2004
1 Japon	27,34	22,83	42,22	74,80
2 Corée du Sud	3,54	5,72	9,50	13,47
3 HongKong	4,79	3,60	7,27	9,53
4 Taiwan	2,63	2,81	5,81	7,41
5 Indes	1,47	1,36	3,89	6,58
6 Singapour	1,59	1,40	3,14	4,26
7 Chine	0,92	1,06	3,46	3,83
8 Malaisie	0,99	1,37	2,12	3,78
9 Thaïlande	0,62	0,86	2,77	2,94
10 Indonésie	0,31	0,46	1,62	2,25

Source: FMI, BCL

### Résultats de l'ensemble des pays participants à l'enquête

Les plus grands pays investisseurs

En 2003, les investissements à l'étranger des résidents luxembourgeois ont été estimés à 1 333 milliards de USD, contre 821 milliards évalués en 2001. Avec 7% du total de portefeuille recensé par tous les pays participants à l'ECIP 2003, le Luxembourg se positionne à la cinquième place parmi les plus grands pays investisseurs de portefeuille.

**Tableau 31 Les grands pays investisseurs (en milliards de USD)**

<i>Pays investisseurs</i>	2001		2002		2003	
1 Etats-Unis	2 304	18,12%	2 246	15,88%	3 134	16,45%
2 Japon	1 290	10,15%	1 395	9,86%	1 721	9,04%
3 Grande-Bretagne	1 304	10,26%	1 378	9,74%	1 710	8,97%
4 France	710	5,59%	932	6,59%	1 367	7,18%
5 Luxembourg	821	6,46%	923	6,53%	1 333	7,00%
6 Allemagne	792	6,23%	898	6,35%	1 205	6,33%
7 Irlande	433	3,41%	574	4,06%	812	4,26%
8 Italie	552	4,34%	596	4,21%	791	4,15%
9 Pays-Bas	486	3,82%	570	4,03%	783	4,11%
10 Suisse	489	3,85%	521	3,68%	654	3,44%
Autres	3 532	27,78%	4 110	29,06%	5 541	29,08%
<b>Total des investissements</b>	<b>12 711</b>		<b>14 142</b>		<b>19 051</b>	

Source: FMI, BCL

Une certaine similitude se dégage en terme de ventilation des risques entre les actions et obligations parmi les pays participants à cette enquête, à l'exception des Etat-Unis. En effet, l'ECIP 2003 indique, à l'instar de la plupart des pays participants, que le portefeuille de titres détenus au Luxembourg est composé d'environ 37% de titres de participation et 63% de titres de créance. En revanche, les résidents américains ont effectué plus de 66% de leurs investissements à l'étranger en titres de participation.

**Tableau 32 Ventilation des titres détenus par l'ensemble des pays participants à l'ECIP 2003 (en milliards de USD)**

<i>Pays investisseurs</i>	<i>Titres de participation</i>	<i>Titres de créance long-terme</i>	<i>Titres de créance court-terme</i>	<i>TOTAL</i>
1 Etats-Unis	2 080	869	185	3 134
2 Japon	274	1 407	40	1 721
3 Grande-Bretagne	664	935	110	1 710
4 France	338	910	120	1 367
5 Luxembourg	488	750	95	1 333
6 Allemagne	441	750	14	1 205
7 Irlande	211	386	214	812
8 Italie	331	454	6	791
9 Pays-Bas	327	449	6	783
10 Suisse	294	335	25	654
Autres	1 490	3 329	722	5 541
<b>Total des investissements</b>	<b>6 939</b>	<b>10 574</b>	<b>1 539</b>	<b>19 051</b>

Source: FMI, BCL

#### Les plus grands pays émetteurs

L'ECIP fait apparaître que six des dix plus grands pays émetteurs de titres sont membres de la zone euro, (Allemagne, France, Pays-Bas, Italie, Luxembourg, Espagne) totalisant près de 35% des investissements recensés. Le Luxembourg se positionne à la septième place avec 847 milliards de USD de titres émis en 2003.

Il convient de préciser que les données agrégées publiées par le FMI sont obtenues par le croisement et la combinaison des informations statistiques rapportées par tous les participants à l'enquête. Ces données sont à considérer avec réserves, en raison de la complexité que représente une telle enquête, en particulier pour les titres nationaux détenus par des non-résidents. De plus, tous les pays du monde ne participent pas à l'enquête. Finalement, la méthodologie du FMI stipule que chaque pays participant rapporte uniquement la détention de titre internationaux, tandis que les engagements internationaux s'obtiennent par agrégation des déclarations miroirs. A titre d'exemple, la position extérieure globale du Luxembourg indique que le volume de ses engagements en 2003 est estimé à 1 335 milliards de USD, tandis que le volume des titres luxembourgeois détenus à l'étranger est évalué à 847 milliards de USD à l'issu de l'ECIP 2003.

**Tableau 33 Les grands pays émetteurs (en milliards de USD)**

Pays émetteurs		2001		2002		2003	
1	Etats-Unis	3 101	24,40%	3 288	23,25%	4 145	21,76%
2	Grande-Bretagne	1 290	10,15%	1 381	9,77%	1 827	9,59%
3	Allemagne	1 167	9,18%	1 367	9,66%	1 822	9,56%
4	France	777	6,12%	853	6,03%	1 298	6,81%
5	Pays-Bas	705	5,55%	822	5,81%	1 116	5,86%
6	Italie	580	4,56%	738	5,22%	979	5,14%
7	Luxembourg	525	4,13%	649	4,59%	847	4,45%
8	Japon	542	4,27%	511	3,62%	729	3,83%
9	Îles Caïmans	416	3,27%	535	3,78%	704	3,69%
10	Espagne	285	2,24%	333	2,36%	478	2,51%
	Autres	3 324	26,15%	3 665	25,92%	5 106	26,80%
<b>Total des titres émis</b>		<b>12 711</b>		<b>14 142</b>		<b>19 051</b>	

Source: FMI, BCL

### 1.2.11 Les projections macro-économiques

Les projections macro-économiques précédentes de la BCL datent du printemps 2005<sup>31</sup> et ont été élaborées dans un contexte où l'économie luxembourgeoise, malgré une sortie précoce du ralentissement conjoncturel, connaissait encore une croissance mitigée. La poursuite de la reprise conjoncturelle se faisait de manière hésitante, d'autant plus qu'elle était hypothéquée par l'évolution peu favorable du prix du pétrole. Une décélération de la croissance du PIB réel en 2005 par rapport à 2004 – cette dernière année étant appréhendée sur la base des comptes nationaux – se profilait ainsi, ce qui justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 3,2% à 3,8% en 2005.

Depuis lors, les nouvelles informations relatives à l'activité économique au Luxembourg se limitent aux indicateurs à court terme. Ceux-ci fournissent certes un aperçu de l'évolution conjoncturelle dans certains secteurs, mais il ne s'agit que d'une vue partielle, les comptes nationaux offrant un panorama plus exhaustif. La publication d'une version révisée des comptes nationaux a été retardée de quelques semaines, de sorte qu'elle n'a pas pu être intégrée dans le présent exercice de prévision. A l'instar de l'exercice précédent, les projections sont donc basées sur la première estimation des comptes nationaux pour l'année 2004.

Les indicateurs conjoncturels confirment la poursuite de l'amélioration conjoncturelle et suggèrent que, contrairement aux attentes de l'époque, l'économie luxembourgeoise fait preuve d'une résistance remarquable face au choc pétrolier. Les indicateurs sont orientés favorablement pour la deuxième année consécutive. Ainsi, un des pivots de l'économie, le secteur bancaire, a présenté d'excellents résultats aux deuxième et troisième trimestres de l'année. Grâce à la forte progression des marchés boursiers, les revenus sur commissions ont progressé de près de 13% au cours des neuf premiers mois de l'année. Conforté par ces résultats, l'emploi bancaire continue à progresser, alors que l'évolution des frais d'exploitation reste empreinte d'une volonté de maîtrise des coûts. En conséquence, le résultat avant provisions s'affiche en hausse de 20% par rapport à la même période de l'année précédente. Le secteur des transports fait quant à lui preuve d'un grand dynamisme, en dépit du fait que ses frais opérationnels sont dans une large mesure conditionnés par le coût du pétrole. Selon les données disponibles, le secteur tire profit de l'expansion du commerce mondial, de sorte qu'il présente une progression de 18% de son chiffre d'affaires au premier semestre 2005. De surcroît, la Balance des Paiements confirme le dynamisme des exportations, qui progressent de 11% au premier semestre sous l'influence des services financiers.

31 Voir Rapport Annuel 2004, pp. 50-53

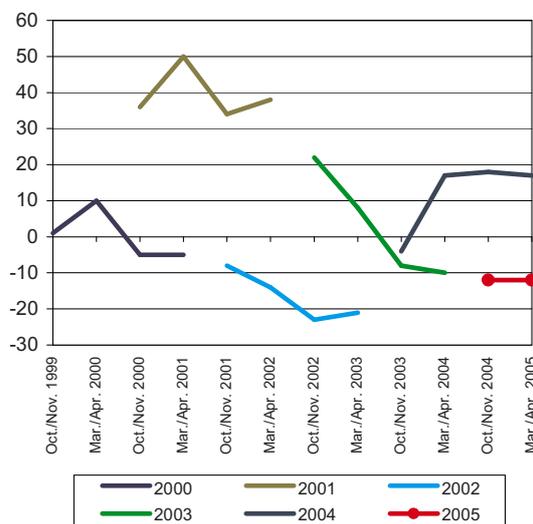
Ce taux est certes en décélération par rapport à 2004, mais il demeure nettement supérieur aux taux observés au cours des années 2001 à 2003.

La forte progression du prix du pétrole et la faible croissance enregistrée dans la zone euro au deuxième trimestre avaient cependant pesé sur le climat des affaires dans l'industrie. Vers la mi-2005, l'opinion des chefs d'entreprises du secteur industriel semblait annoncer un ralentissement imminent. A l'opposé, les indicateurs relatifs à la production industrielle laissent augurer une expansion de l'ordre de 5% sur les huit premiers mois de l'année. Une telle progression, malgré le grand dynamisme de la branche de l'énergie, serait certes toujours en retrait par rapport à l'année 2004, mais cette évolution n'en est pas moins fondamentalement favorable.

La production semble, en général, profiter davantage de l'expansion du commerce international qu'elle ne subit les effets défavorables de l'évolution du prix du pétrole. Tel n'est cependant pas le cas pour la demande interne, qui demeure un considérable facteur d'incertitude. Les indicateurs à court terme qui s'y rapportent font état d'une évolution mitigée. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail et les immatriculations de voitures neuves témoignent d'un comportement empreint de prudence de la part des consommateurs. De même, les résultats d'avril/mai 2005 des enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie laissent entrevoir une diminution des investissements des entreprises en 2005, alors qu'en 2004 l'investissement avait connu un rebond après deux années consécutives de baisse (voir graphique).

Graphique 42

Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie (dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)<sup>32</sup>



Source: Commission européenne

En général, le scénario international tel qu'il prévalait en juin 2005 dans les projections macro-économiques des institutions internationales est toujours de mise, même s'il a été adapté ponctuellement. Une modification importante concerne les hypothèses relatives au prix du pétrole, ce dernier ayant été fortement révisé à la hausse. La croissance du commerce international a été revue à la baisse, alors que les prévisions relatives au PIB mondial ont été légèrement ajustées à la hausse. En somme, les années 2005 à 2007 accuseraient une décélération par rapport à l'année 2004, tout en connaissant une expansion supérieure à la moyenne historique. En 2004, l'économie mondiale avait d'ailleurs connu l'expansion la plus importante au cours des 20 dernières années.

Cependant, en ce qui concerne la zone euro, une amélioration se fait jour. L'embellie, avec une croissance trimestrielle du PIB réel de 0,6% au troisième trimestre 2005, tranche nettement avec la croissance atone enregistrée depuis la mi-2004, ce qui indique que la conjoncture internationale favorable s'est finalement

<sup>32</sup> Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on déduit les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A et telles que recensées en A+1.

répercutée sur la zone euro. Le scénario central retenu par l'Eurosystème dans ses projections de septembre 2005, en l'occurrence un raffermissement progressif de l'activité économique à compter du deuxième semestre 2005, semble ainsi se confirmer. D'ailleurs, dans son exercice de projections de décembre 2005, l'Eurosystème a révisé légèrement à la hausse ses projections

pour le PIB réel. En 2005, la croissance devrait se situer dans une fourchette de croissance comprise entre 1,2% et 1,6%, alors qu'une fourchette s'étalant de 1,0% à 1,6% était encore de mise en septembre 2005. La croissance économique devrait s'accélérer davantage pour s'établir dans une fourchette de 1,4% et 2,4% en 2006 et 2007.

**Tableau 34 Projections des institutions internationales (taux de variation annuel<sup>33</sup>)**

	2004	2005	2006	2007
Commerce mondial (CE)	11,6 (+0,9)	6,9 (-1,3)	7,4 (-)	7,3
PIB mondial (CE)	5,2 (+0,2)	4,3 (+0,1)	4,3 (+0,2)	4,2
PIB zone euro (CE)	2,1 (+0,1)	1,3 (-0,3)	1,9 (-0,2)	2,1
PIB zone euro (Eurosystème)	1,8	1,2 - 1,6	1,4 - 2,4	1,4 - 2,4
Demande internationale adressée au Luxembourg	6,8 (+0,1)	5,1 (-)	5,8 (-0,4)	5,6
Prix du pétrole en \$/b <sup>34</sup>	38,3	55,0 (+4,6)	60,0 (+9,3)	59,5
Taux de change \$/€ <sup>35</sup>	1,24	1,25 (-0,4)	1,19 (-0,1)	1,19

Source: Banque centrale européenne, Commission européenne

La demande internationale adressée au Luxembourg, qui constitue un facteur clé pour une économie tournée vers l'extérieur, demeurerait sur un sentier d'expansion, même si la progression de la demande internationale a été revue à la baisse.

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, les derniers comptes trimestriels disponibles témoignent d'une progression du PIB réel relativement faible au premier trimestre 2005. Le taux annuel, de l'ordre de 3,1%, fait suite à une décélération déjà observée depuis le quatrième trimestre 2003. L'évolution des indicateurs conjoncturels suggère cependant qu'un rebond de la croissance est probable. Le taux annuel du PIB réel n'a probablement plus enregistré de décélération au deuxième trimestre et il a vraisemblablement connu une nette accélération aux troisième et quatrième trimestres de 2005. Les résultats du secteur bancaire tout comme le rebond conjoncturel dans la zone euro corroborent d'ailleurs ce scénario d'une inflexion à la hausse de la croissance au second semestre 2005. Par ailleurs, les hypothèses techniques suggèrent une poursuite du raffermissement économique au-delà de l'année 2005.

Pour ce qui est des composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, l'examen des évolutions est compliqué par la non disponibilité d'indicateurs conjoncturels susceptibles de mettre à jour des tendances fiables quant à l'évolution des agrégats macro-économiques. Les indicateurs à court terme présagent aussi d'une évolution pour le moins mitigée de la part de la consommation privée et de l'investissement privé non-résidentiel en 2005. Pourtant, les fondamentaux semblent relativement bien orientés et ne sont donc guère susceptibles de contrarier une hausse de ces composantes en 2006. Évaluée à l'aune des indicateurs mensuels, la consommation privée semble stagner. Ce comportement témoigne cependant davantage d'un manque de confiance des consommateurs que d'un pouvoir d'achat limité. La progression de l'emploi et des salaires réels, conjuguée à l'indexation automatique des salaires, a en effet induit une hausse du revenu disponible réel net d'impôts des ménages. L'investissement privé devrait quant à lui être favorisé par la reprise de la demande dans la zone euro, par l'élargissement de la marge de profit ainsi que par les conditions financières, qui demeurent très favorables. La dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste

<sup>33</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de mai/juin 2005, en points de pourcentage

<sup>34</sup> Révisions en \$/b

<sup>35</sup> Révisions en \$/€

largement tributaire des développements du commerce international. Les exportations devraient profiter d'une demande internationale bien orientée sur l'horizon de projection et demeureraient de la sorte la composante la plus dynamique du PIB.

Finalement, il semble que la phase d'expansion hésitante observée depuis la mi-2004 a été de courte durée, l'économie luxembourgeoise ayant rapidement renoué avec une croissance plus soutenue au deuxième semestre 2005. S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte d'un scénario internatio-

nal tel qu'évoqué ci-dessus, il paraît justifié de revoir à la hausse les projections de la croissance économique pour l'année 2005, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,5% à 4,1%. Selon les indicateurs actuels, la demande internationale pourrait en outre connaître une légère accélération en 2006, ce qui laisserait présager une croissance économique située dans une fourchette comprise entre 3,5% et 4,5% en 2006. Le Luxembourg connaîtrait alors pour la troisième année consécutive une croissance économique appréciable, de surcroît supérieure à la croissance observée dans les pays voisins et au sein de la zone euro.

**Tableau 35 Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2005 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)**

	Décembre 2005				Révisions		
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006
PIB réel	4,5	3,5 - 4,1	3,5 - 4,5	3,0 - 5,0	-	0,3	0,1
IPCH	3,2	3,8	2,4	2,1	-	0,3	0,2
IPCH énergie	11,8	15,3	6,1	-0,4	-	5,8	5,5
IPCH excluant l'énergie	2,5	2,4	1,8	2,4	-	-0,3	-0,6
IPCN	2,2	2,5	2,2	1,7	-	0,3	0,6
IPCN excluant l'énergie	1,8	1,7	1,8	1,9	-	-	-
Echelle mobile des salaires	2,1	2,5	1,9	2,5	-	0,2	-0,2
Rémunération par tête	2,5	3,6	3,1	3,6	-	0,5	-0,2
Emploi salarié	2,7	3,2	2,8	2,7	-	0,7	0,4
Taux de chômage	4,2	4,6	4,8	4,9	-	0,1	0,3

Source: BCL

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teinte. Il convient en particulier de citer les éléments suivants. Bien que peu d'informations aient été diffusées depuis les projections de juin, les négociations salariales semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Cette modération s'explique probablement par la dynamique hésitante de la conjoncture et par la progression du chômage. De plus, la forte détérioration de la marge de profit des entreprises enregistrée en 2001 et en 2002 n'a pas encore été annulée. L'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix, le renchérissement du pétrole, la montée du chômage et la volonté de maîtrise des coûts salariaux dans les pays voisins plaident de concert pour une hausse plus modérée des salaires réels. Le scénario sous-jacent incorpore une hausse moyenne des salaires réels de 1% par an.

Pour ce qui est de l'inflation, l'accélération des prix en 2005, plus importante qu'estimé en juin 2005, résulte

essentiellement de la forte progression du prix du pétrole, l'inflation excluant l'énergie connaissant une évolution plus favorable. Suite à l'évolution récente de l'inflation, une adaptation automatique des salaires est survenue en octobre, soit plus tôt qu'anticipé en juin 2005. La prochaine tranche indiciaire est désormais prévue pour la fin de l'année 2006 ou le début de l'année 2007. Le scénario d'une baisse de l'inflation en 2006 repose essentiellement sur l'absence de nouvelles mesures fiscales, sur une inflation importée modérée et sur un prix du pétrole qui ne progresserait plus. Par contre, l'IPCN excluant l'énergie devrait légèrement s'accélérer en 2006, du fait d'une inflation plus élevée pour les prix des services. Il présente un profil différent de l'IPCH excluant l'énergie, qui baisse fortement en 2006 en raison de l'absence d'un nouvel accroissement de la fiscalité sur le tabac (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1).

La robustesse de l'économie est corroborée par la forte création d'emplois en 2005, en accélération par rapport

à 2004. Il se pourrait également que la progression de l'emploi soit favorisée par des facteurs temporaires ou par des éléments qui ne sont pas directement liés à l'activité économique. Le développement du travail à temps partiel, la forte création d'emplois dans les branches de la santé et des transports par eau, et des «mesures» pour l'emploi qui sont partiellement comptabilisés dans les statistiques de l'emploi constituent des facteurs susceptibles d'amplifier artificiellement la progression de l'emploi. L'impact de ces facteurs devrait s'estomper au fil du temps de sorte que, la progression de l'emploi pourrait ralentir. La création d'emplois dans le secteur public, qui avait bénéficié de la présidence luxembourgeoise de l'Union européenne au cours de la première moitié de 2005, devrait également ralentir au cours des mois à venir. En revanche, le taux de chômage est en augmentation tendancielle et ce malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi. De plus, aucun ralentissement dans la hausse des mesures pour l'emploi n'est perceptible. Par conséquent, le taux de chômage pourrait encore augmenter en 2006 et 2007, se rapprochant graduellement des 5%. Ceci est d'autant plus probable que selon une étude portant sur la loi d'Okun, seule une croissance annuelle du PIB réel d'au moins 6,5% permettrait de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg. Une étude similaire met d'ailleurs en évidence un seuil de création d'emplois se situant autour de 3,5% pour stabiliser le taux de chômage.

#### *Analyse des risques*

Sur base du scénario central, le sommet du cycle conjoncturel serait enregistré en 2004. Le secteur financier revêt cependant une importance particulière au Luxembourg. Dans un tel contexte, une croissance du PIB en 2005 qui serait pratiquement du même ordre de grandeur qu'en à 2004 n'est pas à exclure si les résultats du quatrième trimestre 2005 sont à la hauteur de ceux du troisième trimestre.

Etant donné que les comptes nationaux révisés pour l'année 2004 n'ont pas été publiés avant la finalisation de ces projections, les résultats se basent sur la première estimation des comptes nationaux publiés en

mai 2005. Des révisions de données peuvent affecter considérablement les projections en modifiant, non seulement le profil, mais également la composition de la croissance du PIB.

Fin 2005, le STATEC, tout comme les autres Instituts de Statistique de l'Union européenne, va procéder à des changements méthodologiques concernant le calcul du PIB. Plus précisément, le traitement statistique des Services d'Intermédiation Financière Indirectement Mesurés (SIFIM), qui sont actuellement considérés en tant que consommation intermédiaire pour l'économie dans son ensemble, sera modifié impliquant à priori que le niveau du PIB sera revu à la hausse. Dans la plupart des pays, ce changement n'implique guère de modifications pour les taux de croissance du PIB. Néanmoins, au Luxembourg, étant donné l'importance du secteur financier ainsi que le poids et la volatilité des SIFIM dans les comptes nationaux, cet ajustement méthodologique serait susceptible d'engendrer des changements significatifs du niveau et du profil de la croissance du PIB. A l'heure actuelle, il n'est pas possible de quantifier cet impact, ce qui exacerbe l'incertitude inhérente à toute projection macro-économique.

#### **1.2.12 Les finances publiques**

Le projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006 a été déposé à la Chambre des Députés le 19 octobre 2005. Comme l'indique le compte provisoire 2004, l'Etat central au sens strict, à l'exclusion donc des transactions des fonds spéciaux, aurait accusé un déficit de l'ordre de 150 millions d'euros en 2004 après affectation de plus-values de recettes à certains fonds spéciaux. Par rapport au compte 2004, qui constitue une base de comparaison plus appropriée que le budget 2005 adopté à la fin de 2004, les recettes prévues au projet de budget 2006 progresseraient de 8,8% en deux ans, ce qui équivaldrait à une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 4%. Les dépenses augmenteraient à un rythme plus soutenu que les recettes sur la même période de deux ans, de sorte que le déficit s'accroîtrait pour atteindre 300 millions d'euros en 2006 – soit environ 1% du PIB.

**Tableau 36 Aperçu du projet de budget 2006 de l'Etat central (au sens strict)**

*En millions d'euros, sauf mention contraire*

	Compte provisoire 2004	Budget définitif 2005	Projet de budget 2006	Croissance nominale 2004-2006
<b>Recettes</b>	<b>6 734,8</b>	<b>6 902,5</b>	<b>7 328,0</b>	<b>+8,8%</b>
Recettes courantes	6 618,7	6 828,7	7 223,7	+9,1%
Recettes en capital	116,0	73,8	104,3	-10,1%
<b>Dépenses</b>	<b>6 889,1</b>	<b>7 009,2</b>	<b>7 629,3</b>	<b>+10,7%</b>
Dépenses courantes	5 968,2	6 303,1	6 852,2	+14,8%
Dépenses en capital	920,9	706,1	777,1	-15,6%
<b>Solde</b>	<b>-154,3</b>	<b>-106,7</b>	<b>-301,3</b>	<b>--</b>
dont solde courant	650,6	525,6	371,5	--
dont solde en capital	-804,9	-632,3	-672,8	--

Sources: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006, Ministère des Finances.*

Ce dernier montant fait cependant abstraction du déficit croissant des fonds spéciaux, qui résulte de la dichotomie entre d'une part les dotations versées par l'Etat central aux fonds et d'autre part les dépenses des fonds telles qu'elles sont programmées aux annexes du projet de budget. Le tableau reproduit ci-dessous consiste en une consolidation des données budgétaires relatives aux fonds spéciaux et à l'Etat central au sens strict. Cette pratique permet de présenter les données figurant au projet de budget 2006 selon un format conceptuellement proche du système de comptes SEC 95. Pour rappel, ce dernier constitue l'une des pierres angulaires de la surveillance budgétaire multilatérale au niveau européen, qui se rapporte à l'ensemble des administrations publiques (à savoir non seulement l'administration centrale, mais également les pouvoirs locaux et la sécurité sociale).

Les dépenses de l'Etat central consolidé s'accroîtraient de plus de 15% sur la période de deux ans 2004-2006 en cas de réalisation intégrale des programmes de dépenses des fonds, alors que la hausse relative au seul Etat au sens strict se limiterait à 10,7% sur le même horizon de temps. Dans un tel contexte, le déficit de l'Etat consolidé se monterait à 1 146 millions d'euros en 2006, ce qui équivaldrait à 3,95% du PIB<sup>36</sup>. Cette estimation est pratiquement identique à celle qui figure à l'exposé introductif du projet de budget 2006, où il ressort que le déficit atteindrait 4,1% du PIB en 2006<sup>37</sup>. Une certaine divergence n'est du reste guère surprenante. La consolidation effectuée dans le tableau ci-dessous ne permet en effet pas de procéder à l'ensemble des ajustements requis par le système SEC 95, ce qui exigerait l'accès à de nombreuses données non disponibles à ce stade.<sup>38</sup>

<sup>36</sup> Ce montant comprend une estimation de l'impact de la décision d'Eurostat relative aux partenariats public-privé.

<sup>37</sup> La 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité du Luxembourg a ramené le déficit de l'administration centrale estimé pour 2006 à 3,8% du PIB. Cette réestimation reflète la prise en compte d'un transfert courant des administrations locales à l'administration centrale, ce transfert se montant à 0,3% du PIB. Il en résulte une révision de sens opposé du solde des communes prévu pour 2006. Alors que le projet de budget postulait un surplus des pouvoirs locaux de l'ordre de 0,3% du PIB, le programme de stabilité table sur un solde de 0,0% du PIB en 2006. Ce faisant, le solde des communes postulé pour 2006 se rapproche de l'estimation publiée par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2006.

<sup>38</sup> Les ajustements non considérés se rapportent notamment aux transactions financières et à certains amortissements de la dette ou encore à l'incidence du mode d'imputation temporelle des dépenses ou des recettes. En outre, le compte SEC 95 élaboré régulièrement par le STATEC prend en compte divers établissements publics qui ne sont qu'imparfaitement considérés dans le cadre du présent avis faute de renseignements suffisamment précis dans le projet de budget.

**Tableau 37 Version consolidée des opérations budgétaires de l'Etat central**

*En millions d'euros, sauf mention contraire*

	2004	2005	2006	Croissance 2004-2006 (2 ans)
1. Dépenses de l'Etat au sens strict	6 889,1	7 009,2	7 629,3	+10,7%
2. Transferts de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-1 238,6	-1 159,0	-1 374,4	+11,0%
3. Dépenses effectives ou programmées des fonds	2 024,6	2 190,6	2 581,8	+27,5%
<b>4. Dépenses de l'Etat consolidé (= 1.+2.+3.)</b>	<b>7 675,1</b>	<b>8 040,7</b>	<b>8 836,8</b>	<b>+15,1%</b>
5. Recettes de l'Etat au sens strict	6 734,8	6 902,5	7 328,0	+8,8%
6. Recettes propres des fonds	331,1	340,0	362,6	+9,5%
<b>7. Recettes de l'Etat consolidé (=5.+6.)</b>	<b>7 065,8</b>	<b>7 242,4</b>	<b>7 690,6</b>	<b>+8,8%</b>
<b>8. Solde de l'Etat consolidé (=7.- 4.)</b>	<b>-609,3</b>	<b>-798,3</b>	<b>-1 146,2</b>	<b>--</b>
Pour mémoire: solde de l'Etat au sens strict	-154,3	-106,7	-301,3	--

Sources: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006, Ministère des Finances, calculs BCL.*

Note: *Les résultats repris au tableau présupposent que les dépenses programmées des fonds et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2005 et en 2006. En outre, les dépenses en capital des fonds figurant au tableau ont été ajustées afin de prendre en compte l'incidence sur les investissements effectués par le truchement du Fonds de garantie de la décision d'Eurostat relative aux partenariats public-privé.*

Si le compte consolidé de l'Etat central constitue le pivot des projections de la BCL, il n'en constitue cependant pas l'aboutissement. D'une part, sur le volet des recettes, la BCL procède à des estimations propres en se basant notamment sur des coefficients d'élasticité et sur un scénario macroéconomique complet. D'autre part, sur le versant des dépenses, les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale et aux communes sont réestimés en fonction de l'évolution postulée des paramètres afférents, par exemple le montant des cotisations sociales<sup>39</sup> ou le rendement des impôts dont le produit sert à calculer le transfert aux communes<sup>40</sup>. La rémunération des agents de l'Etat et les allocations de chômage font également l'objet d'une estimation spécifique. Après intégration de ces hypothèses propres, le déficit estimé de l'Etat central consolidé s'établit à 3,8% du PIB, ce qui est quelque peu en retrait du déficit de 3,95% dérivé sur la base des données reprises au projet de budget. Cette légère divergence est sans doute imputable aux hypothèses conservatoires qui ont présidé à l'estimation des recettes de TVA retenues dans les projections de la BCL. Le projet de budget indique que les recettes de TVA seront, en 2005, nettement inférieures aux estimations publiées dans le cadre du budget 2005. Cette révision est notamment due à des remboursements de TVA sensiblement plus importants qu'initialement escompté. Cependant, ces moins-values ne peuvent être intégralement prises en compte par la BCL, pour deux raisons. En premier lieu, les projections doivent se rapprocher dans la mesure du possible du système SEC 95, en vertu duquel

les recettes doivent être rattachées à l'année d'origine économique de l'impôt et non aux dates d'encaissement. Or les remboursements précités ne se rapportent pas nécessairement à l'année 2005 d'un point de vue économique. En outre, l'origine des remboursements n'est qu'imparfaitement connue. Il est en conséquence difficile d'inférer s'il s'agit d'un phénomène temporaire ou, à l'inverse, de remboursements structurels susceptibles de se renouveler en 2006 et au cours des années ultérieures.

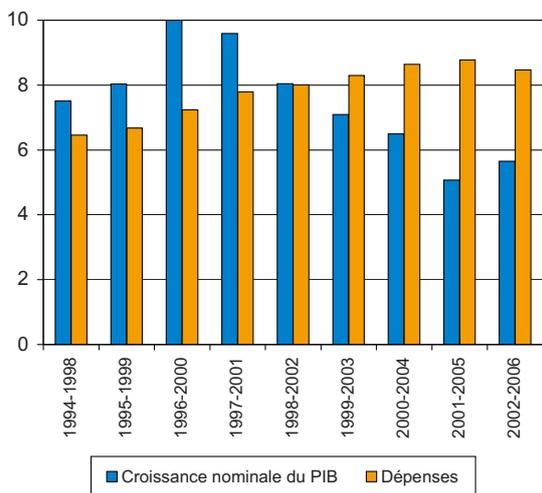
L'important déficit de l'Etat central consolidé est principalement imputable à la hausse soutenue des dépenses observée au cours des dernières années. Les accords de coalition de 1999 et de 2004 renferment une norme budgétaire en vertu de laquelle les dépenses de l'Etat devraient progresser dans les limites de la croissance économique dans une optique de moyen terme. Comme l'indique le graphique suivant, cette norme de progression des dépenses de l'administration centrale n'aurait plus été respectée au cours des périodes 1999-2003 et 2000-2004. Le projet de budget 2006 ne constituerait nullement une rupture à cet égard, du moins si les dépenses prévues sont intégralement exécutées. Comme indiqué ci-dessus, les dépenses totales de l'Etat central consolidé progresseraient de plus de 15% au cours de la période de deux ans 2004-2006. La progression annuelle moyenne des dépenses s'établirait par conséquent à près de 8% sur cette dernière période. Un tel rythme de croissance des dépenses excéderait une fois de plus la croissance nominale du PIB, qui ne devrait guère dépasser 6% en 2005 et en 2006.

39 Ces dernières déterminent notamment l'évolution des « surprimes » versées à l'assurance maladie-maternité et des cotisations de l'Etat en faveur du régime général de pension.

40 Il s'agit de l'impôt sur le revenu des personnes physiques fixé par voie d'assiette et de l'impôt retenu sur les traitements et salaires, de la taxe sur la valeur ajoutée et de la taxe sur les véhicules automoteurs.

Graphique 43

Comparaison entre la croissance nominale du PIB et la progression des dépenses de l'administration centrale consolidée, sur des horizons successifs de 5 ans (pourcentages)



Sources: *Projet de budget 2006,*

*Ministère des Finances, IGF, IGSS, calculs BCL.*

Notes: A titre d'exemple, le taux 2002-2006 restitue la moyenne des 5 taux de croissance annuels observés en 2002 et les quatre années suivantes. Le choix d'une période de 5 ans constitue une traduction opérationnelle de la notion d'horizon de «moyen terme» reprise dans l'accord de coalition. Les dépenses prises en considération sont les dépenses totales de l'administration centrale dans une optique proche de celle du système statistique SEC 95, qui revient à inclure les dépenses effectives ou programmées des fonds spéciaux. En outre, le graphique repris ci-joint repose sur la notion consolidée de l'Etat central, car une vision plus restreinte viderait de son sens la norme budgétaire précitée.

Les dépenses relatives à 2001 ont été corrigées afin de neutraliser l'impact de la vente d'une concession à SES Global.

Le déficit de 3,8% du PIB calculé par la BCL pour 2006 sur la base du projet de budget correspondant se rapporte au seul Etat central. Du fait des substantiels excédents de la sécurité sociale, les administrations publiques considérées dans leur ensemble, qui regroupent l'administration centrale, les communes et la sécurité sociale, devraient présenter sur l'horizon 2005-2007 un déficit inférieur à la valeur de référence de 3% reprise dans un protocole du Traité Etablissant la Communauté européenne, comme l'illustrent les projections reprises au tableau ci-joint.

### Hypothèses de base des projections de finances publiques

Les projections de finances publiques sont pleinement compatibles avec les autres projections macroéconomiques de la BCL, qui sont décrites dans d'autres sections du présent Bulletin. Les projections macroéconomiques se caractérisent notamment par un taux de croissance du PIB quelque peu inférieur à 4% en 2005 et de l'ordre de 4% en 2006 et 2007. Les projections relatives à l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), à l'impôt commercial communal et à l'impôt de solidarité de 4% sur l'IRC ont été effectuées sur la base de l'évolution prévue de l'excédent brut d'exploitation, des données du projet de budget 2006 et de l'évolution des arriérés d'impôts des établissements de crédit. Il convient de souligner l'importante volatilité de cette composante des recettes des administrations publiques, dont le produit comprend de substantiels soldes d'impôts relatifs aux années antérieures. L'évolution future de ces soldes est extrêmement difficile à cerner, en particulier en ce qui concerne l'année 2007. Selon les projections de la BCL, le montant des impôts directs à charge des sociétés serait de l'ordre de 6% du PIB en 2005, 2006 et 2007. Ces montants seraient nettement inférieurs aux niveaux enregistrés en 2002 et 2003, du fait de l'affaissement progressif de la collecte des soldes d'impôts relatifs aux exercices fiscaux antérieurs.

En outre, les projections incorporent une estimation des retombées budgétaires de l'instauration de prélèvements à la source sur les revenus d'intérêt des non-résidents (directive 2003/48/CE) et des résidents (projet de loi 5504

déposé le 19 octobre 2005). Il va sans dire que le produit de ces deux nouveaux impôts est extrêmement difficile à appréhender à ce stade, même si des informations en provenance du secteur financier ont permis d'affiner l'estimation du rendement du prélèvement sur les non-résidents.

Le produit des autres impôts a généralement été inféré à partir d'un indicateur reflétant l'évolution de la base imposable et du coefficient d'élasticité correspondant. Ainsi, l'indicateur relatif aux cotisations sociales et à l'impôt sur les traitements et salaires est la masse salariale. Le produit des cotisations a bien entendu été rehaussé dès 2005 de l'impact de la hausse de 5,1 à 5,4% des cotisations pour prestations de santé en nature.

Les impôts indirects constituent une source majeure d'incertitude, ce qu'illustre à suffisance l'évolution des recettes de TVA observée en 2005. Il est supposé qu'une partie des remboursements de TVA est de nature structurelle, de sorte qu'elle affecte à la baisse les perspectives de recettes relatives à 2006 et 2007. L'estimation des impôts indirects futurs prend également en compte l'évolution projetée de la consommation privée et le montant additionnel généré par les activités des prestataires de services électroniques. L'incidence budgétaire de la hausse des impôts indirects mise en œuvre en 2005 et des mesures similaires annoncées dans le projet de budget 2006 a également été intégrée aux projections. Enfin, l'estimation des recettes perçues au titre des impôts indirects a été réajustée à la hausse, afin de prendre en compte le fait que les prix du diesel, du gasoil de chauffage et de l'essence se sont accrus en 2005 par rapport à la moyenne observée en 2004, avec à la clef des recettes de TVA plus favorables.

Les dépenses de pension et les prestations familiales sont estimées au moyen d'un modèle démographique, tandis que les dépenses de santé sont projetées sur la base notamment de données de l'UCM. L'estimation de la rémunération des agents de l'Etat intègre le mécanisme d'indexation, une dérive salariale de 1,5% par an et la hausse des salaires prévue dans le dernier accord salarial (+1% en 2005 et +0,8% en 2006. Par hypothèse, la hausse atteindrait également 0,8% en 2007). Enfin, le nombre d'agents s'accroîtrait de 2% en 2005, d'1,4% en 2006 et de 2% en 2007. La croissance des investissements publics a été estimée sur la base du projet de budget 2006, du plan pluriannuel 2005-2009 des dépenses en capital et de l'évolution des dépenses d'investissement des communes observée depuis 1990. Enfin, la plupart des autres dépenses ont été estimées à partir du projet de budget 2006 et d'une observation de leur comportement au cours de la dernière décennie.

Il convient de noter que les projections de la BCL ne prennent pas en compte à ce stade l'incidence des prochains comptes nationaux. Du fait d'un changement de méthodologie en rapport avec les revenus de l'intermédiation financière indirectement mesurés, le PIB devrait être révisé à la hausse. Il en résulterait une légère amélioration des ratios de déficit et d'endettement.

Les soldes des administrations publiques se dégraderaient cependant, sous l'effet de la forte progression des déficits de l'administration centrale. Compte tenu d'une révision à la hausse des transferts sociaux et à la baisse des recettes de TVA, qui induisent conjointement une détérioration du solde budgétaire à concurrence de 0,6% du PIB par rapport à la notification officielle de septembre, le déficit des administrations publiques se serait monté à 1,2% du PIB en 2004, soit le solde le plus défavorable depuis l'établissement des comptes SEC 95 au Luxembourg<sup>41</sup>. Le déficit progresserait encore par la suite, pour atteindre 2,2% du PIB en 2005, 2,3% en 2006 – ce dernier chiffre excédant l'estimation correspondante figurant au projet de budget 2006 à raison de 0,5% du PIB – et 2,5% en 2007. Ces déficits demeureraient inférieurs à la valeur de référence de 3% du PIB, tout en s'en rapprochant dangereusement.

Les soldes budgétaires issus de la septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg sont nettement plus favorables que les soldes projetés par la BCL en 2006 et en 2007. Par ailleurs, le déficit des administrations publiques se limiterait à 0,2% du PIB en 2008 selon cette même actualisation. Ces divergences reflètent notamment une appréhension fondamentalement différente des mesures de consolidation budgétaire. Les projections de la BCL sont effectuées « à politique inchangée », ce qui revient à n'intégrer d'éventuelles mesures de consolidation que lorsqu'elles ont été définies avec un degré de détail suffisant et pour autant qu'elles soient sur le point d'être adoptées. En revanche, le programme de stabilité renferme des objectifs budgétaires plutôt que des projections à proprement parler. Ces objectifs présupposent l'adoption de mesures de consolidation nouvelles

41 La première année disponible sous le format SEC 95 est 1990.

dont traite incidemment la 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité, qui indique que «le Gouvernement présentera au printemps 2006 un certain nombre de mesures à caractère structurel ayant comme objectif de ralentir l'évolution des dépenses publiques».

Bien que mentionnées à la page 17 du programme, ces mesures sont toujours assez vagues à l'heure actuelle, d'autant que nombre d'entre elles doivent encore faire l'objet de discussions avec les partenaires sociaux. Par ailleurs, d'autres mesures évoquées dans le programme – en matière de recherche et d'éducation, de politique de l'emploi, de transports publics, de coopération au développement ou encore de défense – sont de nature à induire une augmentation des dépenses. Les auteurs du pro-

gramme reconnaissent d'ailleurs qu'à politique inchangée, sous l'hypothèse de dépenses publiques futures évoluant conformément à leur trajectoire tendancielle, le déficit des administrations publiques se monterait à 2% du PIB en 2007 et à 2,1% l'année suivante. Une autre explication de l'écart entre les soldes projetés par la BCL d'une part et les déficits prévus au programme de stabilité d'autre part est l'évolution très favorable des impôts courants sur le revenu, le patrimoine et le capital postulée dans l'actualisation. Une telle progression paraît surprenante à l'aune de l'évolution prévisible des bases taxables correspondantes, même compte tenu des retombées budgétaires prévisibles de l'instauration de nouveaux prélèvements à la source sur les revenus d'intérêt des résidents et des non-résidents.

**Tableau 38 La situation budgétaire des administrations publiques : projections d'automne 2005 de la BCL**

	2002	2003	2004	2005e	2006p	2007p	2006p projet de budget (1)
<b>Ensemble des administrations publiques</b>							
Recettes totales	46,1	45,5	44,6	44,5	44,3	44,0	
Dépenses totales	44,0	45,4	45,8	46,6	46,6	46,5	
Déficit (-) ou surplus (+)	2,1	0,1	-1,2	-2,2	-2,3	-2,5	-1,8
p.m. déficit (-) ou surplus (+) programme de stabilité (2)	--	--	-1,2	-2,3	-1,8	-1,0	
<b>Soldes des administrations publiques apurés de la conjoncture</b>							
BCL	1,5	0,2	-0,9	-1,9	-2,0	-2,4	
Commission européenne (3)	2,5	1,2	-0,3	-1,5	-1,4	-1,6	
Programme de stabilité (2)	--	--	-1,0	-2,0	-1,6	-1,1	
<b>Déficit (-) ou surplus (+) par sous-secteurs (BCL de 2005 à 2007)</b>							
Etat central	-0,5	-1,8	-2,7	-3,7	-3,8	-4,1	-4,1
Communes	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	0,3
Sécurité sociale	2,5	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0

Sources: *Projet de budget 2006, budget définitif 2005, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

e: estimations.

p: projections. Notification officielle de septembre 2005 avec réajustement à la hausse des transferts sociaux relatifs à 2004 (+93 millions d'euros) et à la baisse des recettes de TVA se rapportant à la même année (-47 millions d'euros).

(1) Source: *exposé introductif du projet de budget 2006, page 23.*

(2) Source: *septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg.*

(3) Source: *"Economic Forecasts Autumn 2005", Commission européenne.*

La survenance de déficits significatifs seraient extrêmement préoccupante. Les recettes des administrations publiques sont extrêmement volatiles au Luxembourg. Par ailleurs, les dépenses pourraient brusquement augmenter d'une année à l'autre du fait de la réalisation d'un important projet d'investissement (par exemple la quatrième extension du Palais de Justice des Communautés européennes). De surcroît, les recettes de TVA liées à la montée en puissance de firmes actives dans le domaine du commerce électronique pourraient à terme s'étioler si la taxation de ces activités s'effectuait en fonction du lieu de résidence des consommateurs de ces services et non sur la base du lieu d'établissement des prestataires, ce qui est actuellement le cas. Enfin, le mécanisme de Kyoto pourrait donner lieu à de substantielles dépenses additionnelles, en particulier à partir de 2008.

Dans un tel contexte, seul un objectif budgétaire proche de l'équilibre, voire même en excédent, permettrait de se prémunir efficacement contre le risque d'une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB. Le cheminement vers les «objectifs budgétaires à moyen terme» constitue d'ailleurs l'un des aspects de la nouvelle mouture du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). Pour rappel, cette dernière mouture résulte d'un accord conclu au sein du Conseil ECOFIN, qui a été entériné par le Conseil européen le 22 mars 2005 – soit sous la Présidence luxembourgeoise de l'Union. En vertu du PSC réformé, qui repose sur deux nouveaux règlements et sur un «Code de conduite» révisé, les Etats membres présentant un solde des administrations publiques apuré de la conjoncture<sup>42</sup> inférieur à leur objectif budgétaire à moyen terme (soit dans le pire des cas un déficit apuré d'1% du PIB pour le Luxembourg<sup>43</sup>) doivent améliorer ce solde apuré à raison d'au moins 0,5% du PIB par an en moyenne. Le respect des objectifs budgétaires à moyen terme doit s'apprécier sur la base du solde apuré tel qu'il est calculé par la Commission européenne au moyen de la méthode de la fonction de production. Or selon les prévisions d'automne de la Commission, le déficit apuré des administrations publiques luxembourgeoises excéderait nettement 1% du PIB sur l'horizon 2005-2007. Si ces calculs se confirmaient, le Luxembourg devrait procéder

dès 2006 et en sus des mesures déjà prévues au projet de budget 2006 à un important effort de consolidation budgétaire.

Les objectifs budgétaires repris dans la septième actualisation du programme de stabilité semblent a priori compatibles avec la norme mentionnée dans le «Code de conduite». Les soldes structurels des administrations publiques tels qu'ils sont calculés au sein de l'actualisation s'amélioreraient en effet à concurrence de 0,4% du PIB en 2006<sup>44</sup> et de 0,5% du PIB tant en 2007 qu'en 2008. Cette stratégie de convergence vers l'objectif budgétaire à moyen terme appelle cependant trois commentaires. En premier lieu, l'amélioration précitée est dans une très large mesure tributaire d'une estimation volontariste des impôts directs de 2006 à 2008. Le ratio de ces recettes au PIB s'accroîtrait en effet de 0,4% en 2006, de 0,2% en 2007 et à nouveau de 0,3% en 2008, ce qui équivaut à près d'1% du PIB en termes cumulés. En second lieu, comme indiqué ci-dessus, les mesures de consolidation envisagées au programme sont toujours assez vagues à ce stade. Il importe d'en préciser les contours et de les mettre en œuvre dès que possible. Enfin, le déficit structurel prévu pour 2008 – à savoir 0,6% du PIB – serait conforme au «Code de conduite», puisqu'il serait en deçà du seuil d'1% du PIB.

Un tel objectif structurel paraît cependant insuffisamment ambitieux à deux égards. D'une part, il ne prémunirait pas efficacement le Luxembourg contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB. Comme le mentionnait le rapport annuel 2004 de la BCL, un déficit structurel de l'ordre de 0,5% du PIB donnerait lieu à une probabilité de violation de la valeur de référence d'environ 20% sur un horizon de 5 ans, du fait de la forte variabilité des recettes et des dépenses publiques au Luxembourg. D'autre part, un tel solde structurel induirait une diminution continue des avoirs financiers nets des administrations publiques exprimés en pourcentages du PIB<sup>45</sup>. Dans un tel contexte, un effort de consolidation budgétaire supérieur à 0,5% du PIB par an s'imposerait en 2007 et en 2008, d'autant que la conjoncture sera bien orientée au cours de ces deux années selon la septième actualisation du programme de stabilité<sup>46</sup>.

<sup>42</sup> Ce solde doit également être apuré de l'impact des mesures «one-off» et des autres mesures temporaires. Ces mesures ont cependant été d'ampleur réduite au Luxembourg au cours des années récentes.

<sup>43</sup> Voir le document «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes» («Code de conduite»), adopté en octobre 2005.

<sup>44</sup> Une telle amélioration serait inférieure à 0,4% du PIB, ce qui se justifierait selon les auteurs de l'actualisation du programme de stabilité par le fait que le PIB serait inférieur à son niveau potentiel en 2006.

<sup>45</sup> Rapport annuel 2004 de la BCL, pages 58 et 59.

<sup>46</sup> L'écart de production redeviendrait d'ailleurs positif dès 2007.

L'effort de consolidation requis devrait avant tout s'opérer au niveau de l'Etat central, ce dernier présentant un déficit très substantiel, qui tend en outre à s'accroître. Toutes autres choses égales par ailleurs, une telle situation devrait induire une progression significative de l'endettement au cours des prochaines années. Alors qu'elle se limitait à 6,6% en 2004, la dette brute des administrations publiques passerait d'ailleurs à près de 10% dès 2006 selon les auteurs de la septième actualisation du programme de stabilité, qui font en outre remarquer qu'à politique inchangée, «la dette publique brute convergerait vers 15% du PIB en 2008».

Il serait du reste hasardeux de rétablir la situation budgétaire de l'Etat central au détriment des autres sous-secteurs. En premier lieu, les communes connaissent une situation financière précaire, ce qui exclut a priori toute réduction discrétionnaire des transferts par le biais du fonds communal de dotation financière. A première vue, une diminution des transferts de l'Etat à la sécurité sociale serait plus justifiée, car cette dernière parvient toujours à dégager de substantielles capacités de financement, qui ont d'ailleurs donné lieu à une accumulation de réserves. La situation financière du régime général de pension semble particulièrement favorable. En 2004, ce régime a enregistré un excédent de l'ordre de 2% du PIB, tandis que la réserve de compensation se montait à quelque 24% du PIB à l'issue de 2004<sup>47</sup>.

Une telle situation n'est cependant pas vouée à perdurer. Les actuels excédents de la sécurité sociale sont en effet le reflet d'une immigration soutenue et de la forte progression du nombre de frontaliers observée depuis le début des années quatre-vingt-dix. Du fait de leur relative jeunesse, les frontaliers et les immigrés génèrent d'importantes recettes de cotisation, qui excèdent largement le montant des prestations de pension dont bénéficient ces deux catégories. Ce décalage est bien évidemment appelé à s'étioler au cours des prochaines décennies, lorsque le déphasage actuel entre les cotisations et les prestations va s'amenuiser voire s'inverser. Il devrait en résulter toutes autres choses égales par ailleurs une nette dégradation de la situation patrimoniale du régime général de pension. Cet état de fait est d'ailleurs mis en exergue au sein de la 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité («le régime général sera soumis à une pression financière sensible dans les

années à venir»). Selon cette actualisation, la réserve de compensation, qui se serait montée à 24,5% du PIB à la fin de 2005, laisserait la place à un endettement de près de 50% du PIB à l'horizon 2050. La situation financière du régime serait évidemment plus compromise encore sous l'hypothèse d'un transfert à l'Etat central, dès 2007, de l'excédent prévisible de la sécurité sociale, par exemple sous la forme d'une diminution à raison d'1,5% du PIB de la contribution de l'Etat central au financement du régime général de pension<sup>48</sup>. Il s'agirait là d'une simple application du principe des vases communicants, qui ne contribuerait nullement à améliorer le solde budgétaire des administrations publiques considérées dans leur globalité. Par ailleurs, une telle diminution de la contribution de l'Etat ne permettrait de résorber qu'environ 40% du déficit prévisible de l'Etat central en 2007 et elle reviendrait in fine à reporter à plus tard la nécessaire consolidation budgétaire du régime de pension. Or une consolidation opérée sur le tard serait inévitablement plus draconienne qu'un ajustement budgétaire effectué en temps opportun.

Une réduction des transferts à raison d'1,5% du PIB en l'absence d'un ajustement compensatoire des cotisations sociales des assurés et des employeurs donnerait lieu à une dramatique détérioration de la situation financière du régime général de pension. Une telle évolution serait des plus préoccupantes, d'autant que le montant de la réserve de compensation du régime de pension (24% du PIB en 2004, comme indiqué ci-dessus) paraît assez étiolé à l'aune de l'expérience de certains pays. A titre d'exemple, les actifs du fonds de pension néerlandais ABP se montaient à quelque 36% du PIB au 31 décembre 2004, en dépit du fait que l'ABP couvre une bien plus faible proportion de la population que le régime général de pension luxembourgeois<sup>49</sup>. Ces actifs représentaient à la même date près de 120% des engagements de pension, ces derniers faisant l'objet d'une évaluation actuarielle effectuée sur la base notamment des taux d'intérêt du marché et d'hypothèses portant sur l'espérance de vie des assurés. Pour atteindre un actif moyen par assuré cotisant équivalent à celui qui prévaut au sein du régime ABP, le régime général de pension luxembourgeois devrait viser une réserve de compensation supérieure à quelque 150% du PIB.

47 Sources: rapport annuel de l'IGSS, STATEC.

48 Une telle mesure équivaldrait à ramener les cotisations de pension versées par l'Etat en faveur du régime général de 8 à 4,1% des revenus cotisables.

49 Source: rapport annuel 2004 de l'ABP. L'ABP ne couvre que les employés du secteur public et de l'éducation, soit 1,1 millions d'assurés actifs, contre 280 000 pour le régime général luxembourgeois.

# Chapitre 2

---

## ANALYSES

2.1	Le calcul d'indices des conditions monétaires pour la zone euro et le Luxembourg	87
2.1.1	Introduction	87
2.1.2	L'indice des conditions monétaires: considérations théoriques	87
2.1.2.1	Définition de l'indice des conditions monétaires (ICM)	87
2.1.2.2	Le recours à l'ICM	88
2.1.2.3	La période de base	89
2.1.2.4	Déterminer les poids relatifs	89
2.1.2.5	Interpréter l'ICM	92
2.1.3	L'ICM pour la zone euro et pour le Luxembourg	92
2.1.3.1	L'ICM pour la zone euro	92
2.1.3.2	Re-équilibrage des conditions monétaires	94
2.1.3.3	Le recours à l'ICM en tant qu'indicateur avancé: zone euro	95
2.1.4	Un ICM pour le Luxembourg	96
2.1.4.1	Une application de l'ICM au Luxembourg	97
2.1.4.2	Calculer l'ICM pour le Luxembourg	98
2.1.4.3	Le recours à l'ICM comme indicateur avancé	99
2.1.4.4	Conditions monétaires: une comparaison du Luxembourg avec la zone euro	100
2.1.5	Conclusion	101
2.2	La position extérieure globale du Luxembourg	104
2.2.1	Définition et méthodologie	104
2.2.2	La position extérieure globale nette et ses principales composantes à fin 2004	109
2.2.3	Les entités financières spécialisées et la position d'investissements directs	110
2.2.4	Le rôle des OPC dans la position d'investissements de portefeuille	111
2.2.5	Les encours d'autres investissements	112
2.2.6	Conclusion	113

2.3	Das Preissetzungsverhalten im Euroraum	114
2.3.1	Die Analyse individueller Verbraucherpreisdaten	114
2.3.2	Die Analyse anhand von Firmenerhebungen	116
2.4	Comportement de fixation des prix: Resultats d'une enquête auprès des entreprises luxembourgeoises	119
2.5	l'identité de Fisher et l'interaction entre l'inflation et la rentabilité des actions: l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers	121
2.6	The Eurosystem	123
	Summary	123
	Introduction	123
2.6.1	The Eurosystem as an institutional concept	124
2.6.1.1	The Eurosystem as an EU body	124
2.6.1.2	The characteristics of the Eurosystem	126
2.6.2	The Eurosystem as an operational concept	131
2.6.2.1	The decentralisation principle	131
2.6.2.2	The organisation of Eurosystem activities	132
	Conclusion	134

## 2.1 LE CALCUL D'INDICES DES CONDITIONS MONÉTAIRES POUR LA ZONE EURO ET LE LUXEMBOURG<sup>1</sup>

### 2.1.1 Introduction

Au cours des années 90, l'indice des conditions monétaires (ICM) a attiré l'intérêt de nombreuses banques centrales, des institutions internationales et des acteurs du marché financier. L'ICM reflète le fait que la politique monétaire influe sur l'économie au moyen tant des taux d'intérêt que des taux de change. Il sert à de multiples fins. Premièrement, l'ICM peut être utilisé comme mesure d'assouplissement ou de resserrement des conditions monétaires par rapport à une période de base. Deuxièmement, il peut constituer un indicateur avancé pour l'activité économique et/ou pour l'inflation. Troisièmement, l'ICM peut être utilisé en tant que cible opérationnelle.

### 2.1.2 L'indice des conditions monétaires: considérations théoriques

#### 2.1.2.1 Définition de l'indice des conditions monétaires

L'ICM est la «somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux d'intérêt à court terme ... et le taux de change ... par rapport à une période de base donnée» ([www.bankofcanada.ca/fr/glossaire/glossmci.html](http://www.bankofcanada.ca/fr/glossaire/glossmci.html)). De manière générale, l'ICM peut être calculé selon la formule suivante (Freedman, 1994)<sup>2</sup>:

$$ICM_t = \alpha_x \cdot (X_t / X_0 - 1) + \alpha_r \cdot (R_t - R_0) \quad (1)$$

où:  $\alpha_x$ ,  $\alpha_r$  = les poids attribués au taux de change effectif et au taux d'intérêt à court terme,

X: taux de change effectif,

R: taux d'intérêt à court terme,

t : période,

0: période de base.

L'ICM tient compte à la fois de deux variables clés du processus de transmission de la politique monétaire, à savoir le taux d'intérêt et le taux de change (Duguay, 1994). Les taux d'intérêt ainsi que le taux de change ont un impact sur l'activité économique et sur le processus d'inflation à travers différents canaux. Premièrement, l'éventail des taux d'intérêt peut affecter l'activité d'investissement via le coût d'usage (canal de l'investissement). Deuxièmement, des changements au niveau des taux d'intérêt peuvent générer des effets de patrimoine et/ou de revenu à travers les prix d'actifs (tel que les prix des obligations). Troisièmement, une baisse des

taux d'intérêt favorise la consommation par rapport à l'épargne (effet de substitution).

Des modifications du taux de change peuvent affecter la compétitivité d'une économie au niveau international. Premièrement, une dépréciation du taux de change effectif d'un pays rend les exportations plus attractives et favorise la demande intérieure en produits domestiques au détriment des produits étrangers. Deuxièmement, un changement des prix relatifs entre les biens commercialisables et les biens non-commercialisables peut impliquer une ré-allocation des facteurs de production à travers les différents secteurs d'une économie. Troisièmement, une révision du taux de change peut affecter le taux d'intérêt domestique. Par exemple, une augmentation du taux d'intérêt rend les dépôts libellés en monnaie domestique plus attractifs. En régime de taux de change flottants et en l'absence de contrôles des capitaux, le taux de change est donc l'un des principaux canaux de transmission monétaire et il est particulièrement important pour l'évaluation des conditions monétaires au sein d'une petite économie ouverte.

Les avocats de l'ICM prétendent qu'une combinaison du taux d'intérêt et du taux de change en un seul chiffre peut constituer un indicateur de l'assouplissement ou du resserrement de la politique monétaire.

De manière générale, l'ICM peut être calculé en termes réels et/ou nominaux. D'une part, les poids  $\alpha_x$  et  $\alpha_r$ , dans l'équation (1) – qui reflètent l'impact relatif du taux d'intérêt à court terme et du taux de change effectif sur l'activité économique ou sur l'inflation – sont typiquement dérivés de modèles basés sur des variables réelles. De l'autre part, le recours à l'ICM se focalise communément sur la version nominale afin de profiter des données les plus récentes. Etant donné qu'en général les prix sous-jacents au calcul de l'ICM changent plus graduellement que les taux d'intérêt nominaux ainsi que les taux de change nominaux, à court terme, l'ICM nominal devrait suivre le rythme décrit par l'ICM réel non-observé. Par conséquent, certaines banques centrales ayant utilisé l'ICM comme cible opérationnelle dans le court terme s'étaient focalisées sur l'ICM nominal.

Le recours à l'ICM possède les trois avantages suivants:

#### a) Largeur

En incorporant deux variables clés du processus de transmission monétaire, l'ICM permet théoriquement

<sup>1</sup> Par Patrick Linnemann ([patrick.linnemann@bcl.lu](mailto:patrick.linnemann@bcl.lu))

<sup>2</sup> Cette étude analyse l'ICM dit statique. Pour une discussion de l'ICM dit dynamique, voir Batini et Turnbull (2000).

d'apprécier globalement les conditions monétaires. Par contre, une politique monétaire fondée uniquement sur le suivi du taux d'intérêt à court terme, ignorant le taux de change, peut souffrir d'une perception fallacieuse et entraîner des décisions inappropriées.

## b) Simplicité

L'ICM englobe en un seul chiffre l'évolution qu'enregistrent des variables financières facilement accessibles. En pondérant les contributions partielles du taux d'intérêt et du taux de change effectif, l'ICM facilite l'évaluation des risques pour la stabilité des prix.

## c) Actualité

Etant donné que le calcul de l'ICM se base sur le taux d'intérêt à court terme ainsi que sur les taux de change enregistrés dans les principaux pays partenaires, l'ICM peut être calculé avec une très haute fréquence, à savoir sur base journalière. Théoriquement, il est même possible de calculer un ICM continuellement en temps réel<sup>3</sup>.

### 2.1.2.2 Le recours à l'ICM

A l'heure actuelle, les banques centrales ont eu recours à l'ICM à différentes occasions. Alors que certaines banques centrales ont utilisé l'ICM en tant que cible opérationnelle, d'autres y ont recours en tant que simple indicateur auxiliaire.

La Banque du Canada considérait l'ICM comme un outil d'orientation à court terme, interprétant des changements au niveau de l'ICM comme degré de resserrement ou d'assouplissement des conditions monétaires<sup>4</sup>. Sur base des prévisions d'inflation trimestrielles, la Banque du Canada définit une trajectoire provisoire pour l'évolution de la cible opérationnelle (à savoir de l'ICM) estimée compatible avec la réalisation du taux d'inflation désiré. La Banque du Canada considérait l'ICM le plus utile sur des horizons relativement courts, notamment entre deux projections trimestrielles. En même temps, la Banque du Canada vérifie s'il y a lieu d'ajuster les projections en matière de niveau des prix ou à modifier la trajectoire de l'ICM désiré considéré compatible avec le taux d'inflation ciblé. Une divergence importante entre l'ICM désiré et l'ICM effectif serait

interprétée comme signal pour une modification de la politique monétaire.

Le recours à l'ICM en tant que cible opérationnelle exige donc la détermination du niveau désiré de l'ICM ce qui, à son tour, nécessite l'estimation précise du taux d'intérêt et du taux de change effectif compatibles avec les objectifs de la politique monétaire à long terme. Etant données les difficultés évidentes liées à l'implémentation pratique d'un ICM en tant que cible opérationnelle, ce dernier est communément utilisé en tant qu'indicateur auxiliaire. La Sveriges Riksbank ainsi que la Norges Bank ont publié un ICM pour les économies suédoise et norvégienne comme indicateur de la politique monétaire dans leurs «Inflation Reports» (Mayes et Virén, 2001). D'ailleurs, les partisans de l'ICM préconisent son utilisation en tant que variable avancée. Cette thèse s'inspire des résultats empiriques obtenus selon des modèles économétriques indiquant qu'un changement du niveau du taux d'intérêt et du taux de change effectif aura un effet retardé sur l'activité économique et/ou sur le processus d'inflation. Le recours à l'ICM se fait communément sous l'aspect particulier d'un éventuel assouplissement ou resserrement de la politique monétaire. Dans les Rapports sur les pays membres le FMI présente souvent un ICM, certains d'entre eux étant disponibles dans la publication World Economic Outlook. L'OCDE ainsi que la Commission européenne procédaient de manière similaire. En utilisant l'ICM comme indicateur auxiliaire, l'analyse se focalise sur les changements au niveau de l'ICM effectif plutôt que sur une comparaison normative entre l'ICM effectif et l'ICM désiré.

Au cours des années 90, le recours à l'ICM s'est propagé des autorités monétaires aux acteurs du marché financier (Dudley et al, 2002, pour Goldman Sachs, Benoit, 2003 pour la Erste Bank, Nomura International EuroScope du 15 juillet 2002). Ainsi, la National Bank of Greece présente un ICM pour la zone euro dans la publication "Euro Area Monthly". Les acteurs du marché financier utilisent l'ICM afin d'évaluer les décisions de la politique monétaire les plus récentes (Lépine, 2001) ou afin d'anticiper le comportement des autorités monétaires à court terme (Davies et Simpson, 1996).

<sup>3</sup> Cela s'applique aux ICM nominaux uniquement. L'ICM réel par contre dépend de données non-disponibles en temps réel, à savoir le taux d'inflation. En tout cas, le calcul de l'ICM en temps réel se fait sous l'hypothèse de la constance des poids relatifs dans le court terme.

<sup>4</sup> Dans ce contexte il est à noter que le terme "cible opérationnelle" ne doit pas être confondu avec la notion d'un objectif opérationnel. Alors qu'une cible intermédiaire constitue une variable étroitement liée à l'objectif ultime de la politique monétaire et sensible aux modifications de l'instrument utilisé (telle qu'un agrégat monétaire), une cible opérationnelle est définie comme variable que la banque centrale peut directement (ou dans un délai assez bref) affecter par le biais d'une modification de son instrument. Contrairement à une cible opérationnelle, une cible intermédiaire est communément une variable nominale qui peut servir comme ancre nominale. L'objectif ultime de la politique monétaire au Canada est cependant de réaliser et de maintenir la stabilité des prix (Freedman, 1994).

### 2.1.2.3 La période de base

Comme l'indique l'équation (1), le calcul d'un ICM nécessite de fixer une période de référence. Les exigences en matière de choix de la période de référence dépendent de l'utilisation faite de l'ICM. Par exemple, lorsque les autorités monétaires ont recours à l'ICM comme cible opérationnelle, il est essentiel que la période de base soit caractérisée par des conditions monétaires neutres. Tant que la détermination du taux de change ainsi que du taux d'intérêt d'équilibre n'est pas évidente, la définition de la neutralité des conditions monétaires reste obscure et la valeur prise par l'ICM à sa période de base et ne doit pas être confondue avec le concept d'un écart monétaire de zéro. Pour une première approximation, le taux de change effectif et le taux d'intérêt d'équilibre sont typiquement remplacés par les moyennes à long terme. Cette approche peut néanmoins introduire un biais lors d'un changement structurel au niveau de la politique monétaire, des phénomènes de type «nouvelle économie», etc. (Hong Kong Monetary Authority, 2000).

Les exigences par rapport à la période de base sont beaucoup moins importantes lorsque l'ICM est utilisé en tant qu'indicateur auxiliaire. Dans ce cas, plus fréquent d'ailleurs, la période de base est fréquemment choisi de manière arbitraire ou en fonction d'un événement important (tel que l'implémentation de la politique monétaire unique en 1999). Ainsi, la valeur absolue de l'ICM n'a aucune signification. De tels ICM constituent néanmoins un outil pour déterminer,

à un moment donné, si les conditions monétaires se sont assouplies (diminution de l'ICM) ou resserrées (augmentation de l'ICM) par rapport à une période de référence et pour évaluer les perspectives de l'activité économique et de l'inflation (Batini et Turnbull, 2000, Deutsche Bundesbank, 1999).

### 2.1.2.4 Déterminer les poids relatifs

Le calcul de l'ICM porte essentiellement sur les poids relatifs du taux de change effectif et du taux d'intérêt à court terme. Les poids  $\alpha_x$  de  $\alpha_r$  représentent les impacts relatifs d'un changement du taux d'intérêt à court terme et du taux de change effectif sur la demande agrégée ou, alternativement, sur l'inflation. Le ratio  $\alpha_x / \alpha_r$  est typiquement intitulé «ratio ICM». Théoriquement, le ratio ICM devrait refléter l'équivalent de la dépréciation du taux de change effectif nécessaire pour compenser une augmentation donnée du taux d'intérêt à court terme (ou vice versa). Toutes choses égales par ailleurs, plus le ratio ICM est élevé, plus l'impact relatif du taux d'intérêt à court terme est important. Dans la littérature économique, des ratios ICM très différents ont été proposés (voir aussi tableau 1 ci-dessous). En règle générale, on s'attend à un impact relativement fort du taux de change effectif au sein des économies très ouvertes. Par conséquent, de manière générale, les grandes économies peu ouvertes révèlent un ratio ICM élevé (par exemple, 10 : 1), alors que pour les petites économies ouvertes le ratio est peu élevé (à savoir 3 : 1 ou plus bas) (voir aussi Mayes et Virén, 1998).

**Tableau 1 Ratios ICM appliqués par des autorités monétaires sélectionnées ainsi que par le FMI**

REGION/PAYS	RATIO ICM	SOURCE
Ratio appliqué en fonction du pays	2.5 : 1-10 : 1	Pour le Luxembourg, par exemple, FMI (2002)
Canada	3.0 : 1	Freedman (1994)
Thailand	3.3 : 1	Hataiseree (1998)
Nouvelle-Zélande	2.0 : 1	Nadal-De Simone et al. (1996)
Hong Kong	4.25 : 1	Hong Kong Monetary Authority (2000)
Norges Bank	3.0 : 1 (publié),	
Norvège	2.15 : 1 (estimé)	Dans Ericsson et al (1998)
Suède	3-4 : 1 (publié), 2.02 : 1 (estimé)	Dans Ericsson et al (1998)

Etant donné que les poids  $\alpha_x$  and  $\alpha_r$  ne sont pas directement observables, ils doivent être estimés empiriquement. Goodhart et Hofmann (2003) distinguent trois méthodes permettant d'estimer le ratio ICM, à savoir: a) sur base de modèles macro-économétriques, b) par le biais de fonctions de réponses impulsionnelles dérivées de systèmes vectoriels auto-regressifs et c) moyennant des systèmes d'équations à forme réduite. Alors que les modèles macro-économétriques sont fort vastes, ils ne satisfont pas entièrement à l'estimation du ratio ICM. Premièrement, ces modèles étant très complexes, le ratio ICM ne peut guère être directement dérivé en tant que tel. Par contre, le ratio ICM est estimé moyennant des exercices de simulation sous des scénarios spécifiques. Deuxièmement, les modèles macro-économétriques rendent souvent impossible une extension de l'ICM vers l'indice des conditions financières parce qu'ils font typiquement abstraction des prix d'actifs financiers autres que le taux de change et le taux d'intérêt<sup>5</sup>.

Alternativement, le ratio ICM peut être estimé à partir des fonctions de réponse impulsionnelles dérivées d'un système vectoriel auto-regressif. Un tel système d'équations n'exige pas le développement d'un modèle structurel spécifique de l'économie. Cependant, les fonctions de réponses impulsionnelles dépendent des restrictions d'identification imposées au système ainsi que des hypothèses employées concernant les relations de court terme et de long terme.

L'approche la plus utilisée lors de l'estimation du ratio ICM consiste à estimer un modèle d'équations à forme réduite. De tels modèles décrivent le lien entre la variable ciblée (telle que le taux d'inflation) ainsi que le taux de change et le taux d'intérêt à court terme. Alors que certaines banques centrales (telles que la Norges Bank et la Banque du Canada) ne prévoyaient qu'une seule équation pour l'inflation ou l'activité économique, d'autres (par exemple, la Sveriges Riksbank) proposaient un système d'équations permettant de modéliser d'éventuelles interdépendances entre l'activité économique et l'inflation (voir Eika et al, 1996). Au sein de la littérature, de nombreuses spécifications sont proposées. Par exemple, Duguay (1994) dérive un ratio ICM pour le Canada par le biais d'une seule équation pour la croissance de l'activité. Mayes et Virén (1998) estiment un ratio ICM pour une sélection de pays de la zone euro sur base d'un modèle d'écart de production en fonction du

taux d'intérêt réel ainsi que du taux de change effectif réel. Malgré leur utilisation fréquente, les spécifications réduites ne sont pas à l'abri de critiques.

L'analyse empirique a montré que l'estimation du ratio ICM peut souffrir de nombreux défauts. Premièrement, le ratio ICM dépend souvent du modèle employé et peut réagir de manière très sensible à de petites modifications de la spécification utilisée. Deuxièmement, le recours à l'ICM peut être handicapé par l'instabilité du ratio ICM à travers le temps (dû aux changements au niveau de la politique monétaire et/ou quant à la structure économique) ou par des intervalles de confiance très larges. Troisièmement, les poids relatifs du taux d'intérêt et du taux de change varient en fonction de l'horizon temporel de l'analyse. Tout d'abord, le délai avec lequel le taux d'intérêt affecte la variable ciblée peut différer de celui du taux de change effectif. En effet, l'impact du taux d'intérêt à court terme et/ou du taux de change effectif varie entre le court terme et le long terme. En l'absence de critères bien définis gouvernant le choix du délai pour étudier l'impact du taux d'intérêt et du taux de change, les banques centrales ont souvent opté, dans la pratique, pour différents délais d'impact. Alors que la Sveriges Riksbank optait pour un horizon de 4 trimestres, la Norges Bank ainsi que la Banque du Canada préféraient un horizon de respectivement 8 et de 6-8 trimestres (Eika et al, 1996). Quatrièmement, les poids relatifs du taux de change effectif et du taux d'intérêt à court terme sont fonctions de la variable dépendante. Par exemple, l'impact relatif du taux de change effectif sur l'activité économique peut différer de son impact sur le taux d'inflation. La définition de la variable dépendante doit s'inspirer de la stratégie de la politique monétaire en question. Dans la perspective de la Banque du Canada, par exemple, le développement de l'ICM s'est inspiré d'analyses empiriques suggérant que l'inflation est prioritairement déterminée par l'écart de production et que l'impact de la politique monétaire sur ce dernier repose principalement sur le taux de change et le taux d'intérêt à court terme. Ainsi, les autorités monétaires du Canada avaient décidé de suivre une moyenne pondérée de ces deux variables dont la pondération est déterminée par leur impact relatif sur l'activité économique. Cinquièmement, il est à noter que la détermination du ratio ICM par le biais d'un modèle à forme réduite nécessite souvent un lissage du taux de change effectif et/ou du taux d'intérêt afin de confirmer un impact

5 *L'indice des conditions financières élargit l'ICM en tenant compte non seulement du taux de change effectif et du taux d'intérêt à court terme, mais aussi d'autres variables supplémentaires, telles que le taux d'intérêt à long terme, les prix immobiliers, les prix d'actions, etc. (Goodhart et Hofmann, 2003).*

significatif sur la variable dépendante. Ce phénomène est parfois justifié par la présence de coûts d'ajustement. Sous l'hypothèse de coûts d'ajustement significatifs, les agents économiques pourraient préférer de ne pas réagir à des chocs du taux de change effectif et/ou du taux d'intérêt perçus comme temporaires (Duguay, 1994).

Empiriquement, l'estimation du ratio ICM et le recours à l'ICM pour des raisons de politique monétaire nécessitent d'importantes hypothèses (Eika et al., 1996). Ces hypothèses se réfèrent notamment à la stationnarité des variables, à la constance des paramètres, aux variables omises ainsi qu'à la dynamique entre les variables sous-jacentes au modèle appliqué. La dynamique dans l'interaction entre la variable dépendante (telle que l'activité économique ou le taux d'inflation) et le taux de change effectif ainsi que le taux d'intérêt à court terme révèlent généralement différentes relations à court terme, à moyen terme ainsi qu'à long terme. La non-stationnarité de variables peut affecter la distribution du terme d'erreur et invalider l'inférence statistique. L'instabilité des poids peut résulter d'une modélisation inappropriée des dynamiques, d'un mauvais traitement de la non-stationnarité et/ou de la

violation de l'hypothèse de l'exogénéité. Des variables omises peuvent entraîner des coefficients biaisés variant dans le temps. Eika et al (1996) révélaient que l'ICM calculé par certaines banques centrales violait les hypothèses sous-jacentes à l'estimation du ratio ICM.

Etant donné les défis nombreux de l'estimation du ratio ICM, une approche plutôt athéorique a été proposée se focalisant sur la propriété d'«indicateur avancé» de l'ICM pour l'activité économique et/ou l'inflation. L'objectif principal de cette approche consiste à déterminer la pondération de manière à optimiser les projections pour la variable ciblée<sup>6</sup>.

L'important degré d'incertitude liée à l'estimation du ratio ICM est également reflété dans l'hétérogénéité des poids utilisés par les autorités monétaires, par les organisations internationales et autres. D'importantes différences au niveau du ratio ICM peuvent être constatées même pour des pays/régions identiques ou des périodes assez proches (voir tableau 2). Pour ce qui concerne la zone euro, par exemple, la littérature propose des ratios ICM allant d'environ 2 : 1 à 12 : 1.

**Tableau 2 Ratios ICM pour la zone euro ou des pays membres de la zone euro proposés dans la littérature**

ETUDE	VARIABLES INCLUSES	RATIO ICM	REGION/PAYS
Dornbusch et al. (1998)	Taux d'intérêt nominal à court terme; taux de change USD/DEM	2,17 : 1	DE, FR, IT, ES, SV, UK
Martines-Pagés/Ortega Eslava (2000)	Taux d'intérêt réel à court terme; taux de change effectif réel	4,4 : 1 (PIB) <sup>AA</sup> ; 3 : 1 (inflation) <sup>AA</sup>	zone euro, sans LU
Mayes/Virén (1998)	Taux d'intérêt réel à court terme; taux de change réel bilatéral avec USD	3,5 : 1 <sup>AA</sup>	zone euro, sans LU
Peersman/Smets (1998)	Taux d'intérêt réel à court terme; taux de change USD/DEM réel	10 : 1 <sup>AA</sup>	AT, BE, FR, DE, IT, NL
Peeters (1998)	Taux d'intérêt nominal à court terme; taux de change effectif	2,5 : 1 (modèle NIGEM), 8 (modèle EUROMON)	BE, FR, DE, IT, NL, ES (modèle NIGEM); BE, FR, DE, IT, NL, ES, DK (modèle EUROMON)
Salomon Smith Barney (1998)	Taux d'intérêt réel à court terme; taux de change effectif réel	12 : 1 <sup>AA</sup>	zone euro
Verdelhan (1998)	Taux d'intérêt réel à court terme; taux de change effectif réel	10 : 1 <sup>AA</sup>	zone euro

<sup>AA</sup> dénote les ratios applicables aux ICM réels.

<sup>6</sup> Pour de plus amples informations voir aussi Stock et Watson (2001).

### 2.1.2.5 Interpréter l'ICM

En tenant compte de deux variables clés du mécanisme de transmission monétaire, l'ICM permet théoriquement aux autorités monétaires de prendre des décisions fondées sur une base d'information relativement vaste. Les défenseurs de l'ICM déclarent qu'il se révèle utile dans plusieurs cas de figures. Par exemple, supposons que pour des raisons politiques, la monnaie subisse une aversion prononcée de la part des investisseurs qui, à son tour, entraînerait une dépréciation du taux de change. Toutes choses égales par ailleurs, la dépréciation aurait un impact expansionniste. L'ICM enregistrerait immédiatement une relaxation des conditions monétaires effectives par rapport au niveau désiré et préconiserait de resserrer les conditions monétaires. Par contre, dans le cas d'une banque centrale s'appuyant uniquement sur le taux d'intérêt les autorités monétaires probablement mettraient plus de temps à prendre les mesures nécessaires pour compenser l'incidence expansionniste de la dépréciation. Selon les disciples de l'ICM, ce dernier constitue un mécanisme signalant directement la nécessité de compenser une déviation des conditions monétaires effectives par rapport au niveau désiré. Ainsi, c'est dans l'intervalle qui sépare deux projections consécutives que l'utilité de l'ICM serait la plus grande.

En dépit de sa simplicité, l'interprétation de l'ICM n'est pourtant pas évidente. Elle peut introduire de graves erreurs de politique monétaire lorsqu'elle est faite de manière machinale. Le recours à l'ICM pour des raisons de politique monétaire présuppose un lien direct entre les instruments de la politique monétaire et le taux de change ainsi que le taux d'intérêt. Cependant, premièrement, le taux d'intérêt ainsi que le taux de change peuvent résulter de facteurs autres que la politique monétaire, tels que les prix des matières premières internationales. Deuxièmement, les variables ciblées peuvent être affectées par d'autres variables que les taux d'intérêt et les taux de change. Par exemple, supposons le cas d'un pays dont la monnaie subit une dépréciation suite à une perte de confiance, alors que le taux d'intérêt nominal est en forte progression, de sorte que l'ICM nominal signalerait un resserrement des conditions monétaires. Une réaction de manière machinale – à savoir une baisse du taux d'intérêt – renforcerait davantage les risques pesant sur la stabilité des prix ainsi que sur le niveau de crédibilité de la politique monétaire. Dans le cas d'un ICM réel basé sur le taux d'intérêt nominal déflaté par

le taux d'inflation, des chocs au niveau du taux d'inflation peuvent biaiser le signal fourni par l'ICM. Par exemple, supposons une augmentation transitoire du prix du pétrole qui gonflerait temporairement le taux d'inflation. L'ICM, tout en signalant un assouplissement des conditions monétaires, suggérerait par conséquent une augmentation des taux de refinancement alors qu'il n'est pas conseillé de réagir à des mouvements temporaires. Par conséquent, au lieu de manier l'ICM de façon machinale, les autorités monétaires doivent analyser en détail les raisons sous-jacentes à l'évolution des variables intervenantes<sup>7</sup>.

En pratique, l'utilité de l'ICM est mise en danger par une éventuelle violation de l'hypothèse de la constance de la pondération à travers le temps. Par exemple, les poids relatifs peuvent changer lorsque la fraction d'endettement des agents domestiques, libellée en monnaie étrangère, varie dans le temps. Avec un endettement en devises très important, des changements du taux de change pourraient entraîner des effets de patrimoine compensant potentiellement l'effet direct sur la demande. D'ailleurs, en cette matière, il est à noter que l'ICM nominal englobe deux variables dont une peut être contrôlée par les autorités monétaires (le taux d'intérêt) alors que la deuxième est fortement affectée par des facteurs qui sont hors du contrôle de la banque centrale (le taux de change). D'ailleurs, les composantes de l'ICM peuvent entraîner des effets asymétriques. Alors que des fluctuations du taux de change affectent principalement le secteur des biens commercialisables, un changement du taux d'intérêt pourrait avoir un effet plus important au sein du secteur des biens non-commercialisables (tels que les biens immobiliers).

### 2.1.3 L'ICM pour la zone euro et pour le Luxembourg

Étant donné l'important degré d'incertitude lié à toute estimation du ratio ICM ainsi que la large fourchette de ratios proposés dans la littérature<sup>8</sup>, la suite de cette note se focalise sur les conclusions plus générales de l'ICM, basée sur un éventail de ratios raisonnables plutôt que d'analyser les implications d'un ratio ICM spécifique mais peu robuste.

#### 2.1.3.1 L'ICM pour la zone euro

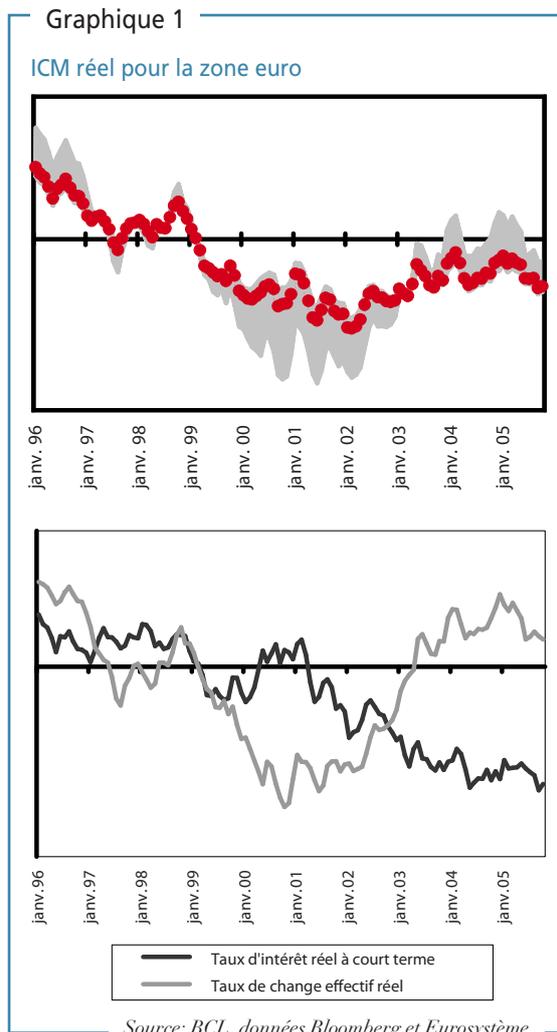
La partie supérieure du graphique ci-dessous montre la trajectoire de l'ICM réel pour la zone euro à fréquence

7 En cette matière il est à noter que les partisans de l'ICM préconisent également de ne pas interpréter l'ICM de manière machinale (voir Freedman, 1994).

8 Pour une illustration de l'éventail des ratios proposés dans la littérature, voir aussi Ericsson et al (1998).

mensuelle pour la période allant de janvier 1996 à octobre 2005. Selon les résultats obtenus par différentes études empiriques en relation avec les pays membres de la zone euro, la gamme de ratios considérés va de 2,5 : 1 à 8 : 1. La courbe rouge en pointillés reflète l'évolution de l'ICM sous l'hypothèse d'un ratio ICM intermédiaire (à savoir 6 : 1). La partie droite du même graphique montre les contributions des deux variables sous-jacentes à l'ICM également sous l'hypothèse d'un ratio ICM intermédiaire. Etant donné que l'analyse se focalise sur la période caractérisée par la politique monétaire unique, la période de référence correspond au premier trimestre de l'année 1999. L'Euribor à 3 mois sert de référence pour le taux d'intérêt à court terme.

Malgré la vaste gamme de ratios considérés, l'évolution de l'ICM reste assez harmonieuse. L'analyse révèle qu'au sein de la zone euro les conditions monétaires étaient relativement resserrées entre 1990 et 1997, suite à l'appréciation du taux de change mais aussi en conséquence d'une augmentation du taux d'intérêt réel à court terme. Lors de la création de la Banque centrale européenne (BCE), les conditions monétaires se sont de nouveau assouplies. Initialement, cet assouplissement était dû non seulement par un recul des taux d'intérêt, mais aussi par une dépréciation du taux de change effectif. Au cours de l'année 2000, les conditions monétaires ont continué à s'assouplir en raison de la dépréciation continue du taux de change effectif et malgré un taux d'intérêt réel en hausse. En 2002, la relaxation des conditions monétaires s'est interrompue pour se resserrer suite à l'appréciation prononcée du taux de change effectif. Selon l'ensemble des ratios ICM considérés, l'impact de l'appréciation de l'euro était plus fort que celui du recul continu du taux d'intérêt à court terme à des niveaux historiquement bas. Ainsi, l'analyse révèle qu'au sein de la zone euro, depuis la mise en place de la politique monétaire unique les conditions monétaires se sont relativement assouplies par rapport au début de l'année 1999. D'ailleurs, une analyse plus longue suggère que, pour l'ensemble des ratios ICM considérés, les conditions monétaires restent relativement souples par rapport à la période de 1980 à 1999, abstraction faite de la première moitié des années 80, période caractérisée par une forte dépréciation du taux de change<sup>9</sup>.



En dépit de l'évolution relativement harmonieuse de l'ICM à travers l'ensemble des ratios considérés, le choix du ratio ICM peut affecter le moment exact du point d'inversion de la trajectoire. Comparativement à la période d'analyse, l'ICM réagissait de manière très sensible à une modification du ratio ICM entre le début de l'année 1999 et le début de l'année 2002, moment où le taux de change effectif observé déviait considérablement de son niveau de référence.

9 L'analyse plus longue (non-illustrée) utilise la base de données sous-jacente fournie par Fagan et al (2001).

Actuellement, et malgré l'appréciation du taux de change effectif en 2002 et en 2003, l'ensemble des ratios considérés montre que les conditions monétaires sont plus souples qu'au début de la phase III de l'union monétaire européenne. Ceci est essentiellement dû au niveau très bas du taux d'intérêt réel à court terme, inférieure d'approximativement 200 points de base à celui de janvier 1999. Par contre, par rapport à la situation du début de l'année 1999, le taux de change effectif contribue actuellement à un resserrement des conditions monétaires.

Le graphique 1 montre qu'en général, pour les années 90, les signaux émanant du taux de change effectif et du taux d'intérêt à court terme ont rarement été en sens opposé pendant la période considérée. La corrélation des deux contributions à l'ICM s'est considérablement détériorée depuis lors. Le degré d'incertitude est particulièrement élevé depuis 2003. Depuis presque 3 ans, le taux de change effectif et le taux d'intérêt fournissent des signaux très forts mais contradictoires. Par exemple, durant le quatrième trimestre de l'année 2003, le taux d'intérêt réel à court terme a été approximativement de 300 points de base en dessous de la moyenne enregistrée pendant la période allant de 1980 à 2003. Par contre, le taux de change effectif réel s'était apprécié d'environ 20% par rapport au taux moyen enregistré pendant la même période. D'ailleurs, le graphique montre que les signaux opposés se sont encore renforcés en 2004 et en 2005.

### 2.1.3.2 Re-équilibre des conditions monétaires

Numériquement, le ratio ICM est équivalent au changement du taux d'intérêt à court terme nécessaire pour compenser une dépréciation/appréciation donnée au niveau du taux de change effectif. Etant données les fluctuations qu'enregistre le taux de change effectif, l'ICM peut fournir des « suggestions implicites » de taux d'intérêt à court terme (« taux d'intérêt implicites »). Théoriquement, des taux d'intérêt implicites peuvent être dérivés sous l'hypothèse que les autorités monétaires, en décidant d'apporter des modifications au niveau de leur instrument, re-équilibrent les conditions monétaires au niveau désiré. Dans le cas le plus simple, le calcul se fait sous l'hypothèse qu'en l'absence d'un changement de l'ICM désiré, les autorités monétaires cherchent à re-équibrer les conditions monétaires à un niveau équivalent à celui de la dernière prise de décision des autorités monétaires. En cette matière il est à noter que l'idée d'un parfait re-équilibre des conditions monétaires n'a qu'une fonction illustrative. Comme soulignée par Mayes et Virén (2001), des changements de l'ICM actuel n'exigent pas nécessairement une réaction de la part de

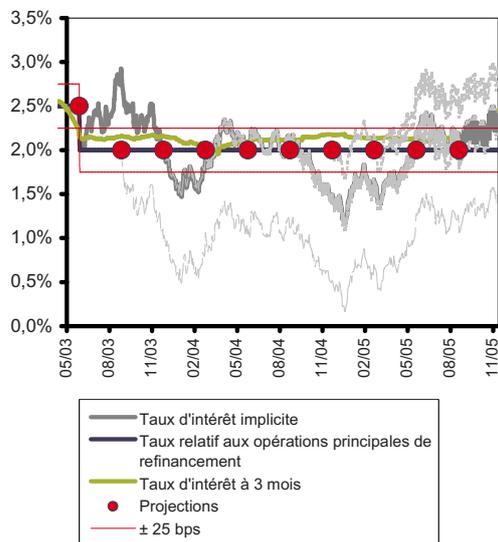
la politique monétaire – même en utilisant l'ICM comme cible opérationnelle. Par exemple, un choc influant de même manière le niveau désiré et le niveau effectif des conditions monétaires n'impose pas de rééquilibre.

Par la suite et à des fins d'illustration, le taux d'intérêt du marché monétaire à 3 mois ainsi que le taux de refinancement sont comparés au niveau des taux d'intérêt impliqués par un parfait re-équilibre des conditions monétaires au sein de la zone euro. Etant donné que le Conseil des Gouverneurs de la BCE prend ses décisions à des dates spécifiques et avec une fréquence assez élevée, l'exercice se focalise sur l'ICM nominal à fréquence journalière en supposant un ratio ICM intermédiaire (à savoir 6 :1).

Depuis janvier 1999, le Conseil des gouverneurs s'est réuni plus que 150 fois. Pendant cette période, le Conseil a procédé 15 fois à un changement du taux relatif aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Des projections macroéconomiques sont établies à fréquence trimestrielle. Selon les partisans de l'ICM, l'ICM nominal fournit un repère continu aux autorités monétaires dans l'intervalle qui sépare deux projections. La décision la plus récente de modifier les taux directeurs de l'Eurosystème a été prise le 5 juin 2003. Cette décision a prévu un recul des taux directeurs de 50 points de base. Elle est entrée en vigueur le 6 juin 2003. Les courbes en gris représentent l'évolution des taux d'intérêt implicites à partir de la baisse des taux de refinancement en juin 2003. Les points rouges coïncident aux dates auxquelles le Conseil des gouverneurs discutait les résultats des exercices de projections macroéconomiques établis par l'Eurosystème. Le graphique 2 montre qu'actuellement, sous l'hypothèse d'un ratio ICM intermédiaire, afin d'obtenir un degré de conditions monétaires équivalentes à celles observées en juin 2003, le taux d'intérêt nominal est de 2,4%. Contrairement aux derniers mois, le taux d'intérêt implicite restait inférieur au taux de refinancement de l'Eurosystème entre octobre 2004 et mai 2005. En fait, le Conseil des gouverneurs n'a pas rééquilibré les changements au niveau des conditions monétaires de manière machinale. Il est vrai qu'environ deux tiers des décisions prises par le Conseil des gouverneurs sur base de nouvelles projections conduisaient à un degré de conditions monétaires similaire. Cependant, les taux d'intérêt implicites résultant de l'ensemble des décisions varient considérablement (en cette matière, voir notamment la décision du septembre 2003 ainsi que les décisions prises en décembre 2004 et mars 2005). Comparativement à la décision prise lors de la discussion des projections les plus récentes, à savoir en septembre 2005, le taux d'intérêt implicite est également de 2.3%.

Graphique 2

Taux d'intérêt implicites: juin 2003 – novembre 2005



Source: BCL, données Bloomberg et Eurosysteme

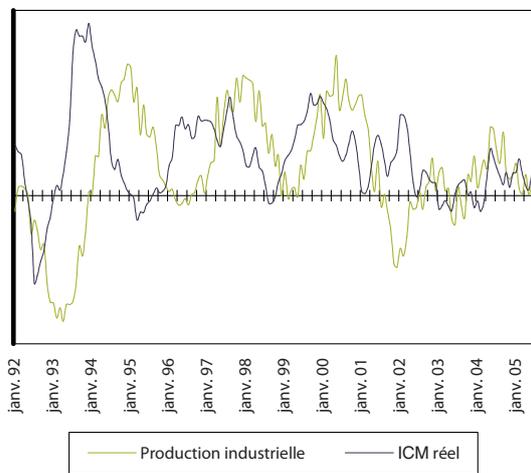
En analogie avec les moments précis d'une éventuelle inversion des conditions monétaires, le niveau ainsi que la volatilité des taux implicites réagissent sensiblement au choix du ratio ICM. De manière générale, moins le ratio ICM est élevé, plus la volatilité des taux d'intérêt implicites est importante. En cette matière il est à noter que des ratios ICM assez faibles peuvent impliquer une volatilité élevée des taux d'intérêt implicites qui peut, à un certain moment, violer des contraintes opérationnelles, telles que la bande zéro des taux d'intérêt nominaux.

#### 2.1.3.3 Le recours à l'ICM en tant qu'indicateur avancé: zone euro

Le recours à l'ICM se justifie souvent par sa capacité de servir en tant qu'indicateur avancé du taux d'inflation et/ou de l'activité économique (voir, par exemple, Benoit, 2003). Des études empiriques en cette matière montrent cependant des résultats mitigés pour la zone euro. Par exemple, Goodhart et Hofmann (2003) ont démontré que l'ICM avait échoué à anticiper le ralentissement économique en 2000.

Graphique 3

L'ICM et la production industrielle (zone euro)



Source: BCL, données Bloomberg, Eurostat et Eurosysteme

Le graphique 3 ci-dessus compare l'évolution de l'ICM réel (en différences annuelles) avec celle de la production industrielle<sup>10</sup> (changement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)<sup>11</sup>. Le ratio ICM est intermédiaire (c'est-à-dire 6 :1). Le graphique 3 montre qu'entre 1992 et 2001, les changements de l'ICM ont précédé les changements de la production industrielle. D'ailleurs, l'évolution de l'ICM a été utile dans l'anticipation des points d'inversion de la production industrielle (voir aussi Benoit, 2003). D'une part, l'évolution de l'ICM réel a suggéré une relance du taux de croissance de la production industrielle en mi-1992 (à savoir un an avant le moment de la relance), en mi-1995 (un an avant la reprise) ainsi qu'en mi-1998 (approximativement 9 à 12 mois avant la reprise). D'autre part, l'évolution de l'ICM a suggéré un ralentissement de la croissance de la production industrielle en début 1994 (c'est-à-dire environ un an avant que le ralentissement ait eu lieu), en mi-1997 (9 mois d'avance) ainsi qu'en mi-1999 (un an d'avance). Pendant la période de 1992 à 2001, la corrélation entre le changement de l'ICM réel et le changement de la production industrielle était de 75% sous l'hypothèse d'un opérateur d'avance de 9 mois. Le graphique 3 montre aussi que l'opérateur d'avance de l'ICM par rapport à la production industrielle a diminué au cours des années 90.

<sup>10</sup> Le recours à la production industrielle se fait dans le souci d'une meilleure comparabilité de l'analyse menée pour la zone euro avec celle menée pour le Luxembourg (voir également section 4).

<sup>11</sup> Dans le souci d'une présentation plus transparente, la courbe relative à l'ICM est présentée avec un signe inversé.

De plus, les changements qu'enregistrait l'ICM n'ont pas pu anticiper ni le recul de la production industrielle observé en mi-2001, ni sa relance en 2002. Ce résultat est aussi largement indépendant du ratio ICM choisi.

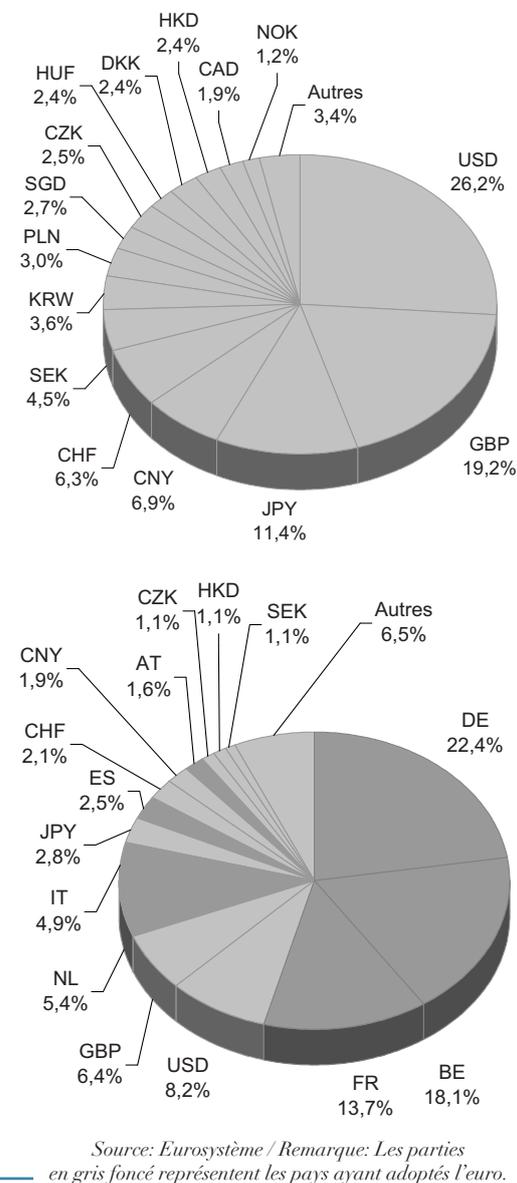
Contrairement aux résultats obtenus pour la production industrielle au cours des années 90, l'ICM n'a offert qu'une performance limitée en tant qu'indicateur avancé du taux d'inflation. L'analyse montre que pendant les quatre premières années de l'union monétaire européenne, l'évolution de l'ICM coïncidaient en général avec celle du taux d'inflation. Cette relation s'est cependant détériorée à partir de l'année 2003. Plus spécifiquement, l'ICM suggérait un niveau d'inflation beaucoup moins élevé à partir de 2003. Pourtant, le resserrement des conditions monétaires (suite à l'appréciation de l'euro), ne s'est pas répercuté sur le taux d'inflation enregistré.

#### 2.1.4 Un ICM pour le Luxembourg

Théoriquement, le recours à l'ICM est particulièrement utile dans le cas d'une petite économie ouverte en régime de taux de change flottants. A première vue, le Luxembourg semble représenter ce type d'économie. Alors qu'au sein de la zone euro, en moyenne, les exportations ainsi que les importations ne représentent qu'environ 35% du PIB, au Luxembourg, ce ratio est supérieur à 100%. Cependant, dans la perspective de l'ICM, l'économie luxembourgeoise ne se prête pas parfaitement à l'idée d'une petite économie ouverte. Premièrement, après avoir participé au Système monétaire européen au cours des années 90, le Luxembourg ainsi que la majorité de ses pays partenaires de commerce ont rejoint l'union monétaire européenne en 1999. Contrairement à la zone euro, au Luxembourg, la fraction du commerce réalisée avec des pays dont le taux de change flotte par rapport à l'euro ne représente qu'environ un tiers (voir aussi les parties en gris clair dans graphique 4).

Graphique 4

Commerce extérieur par pays: la zone euro et le Luxembourg<sup>12</sup>



Néanmoins, avant le basculement vers l'euro, les taux de change entre le franc luxembourgeois et les monnaies de la plupart des pays partenaires n'étaient pas fixes. De plus, à l'heure actuelle, l'euro flotte par rapport aux devises des partenaires commerciaux du Luxembourg hors zone euro (tels que la Suisse, la Suède,

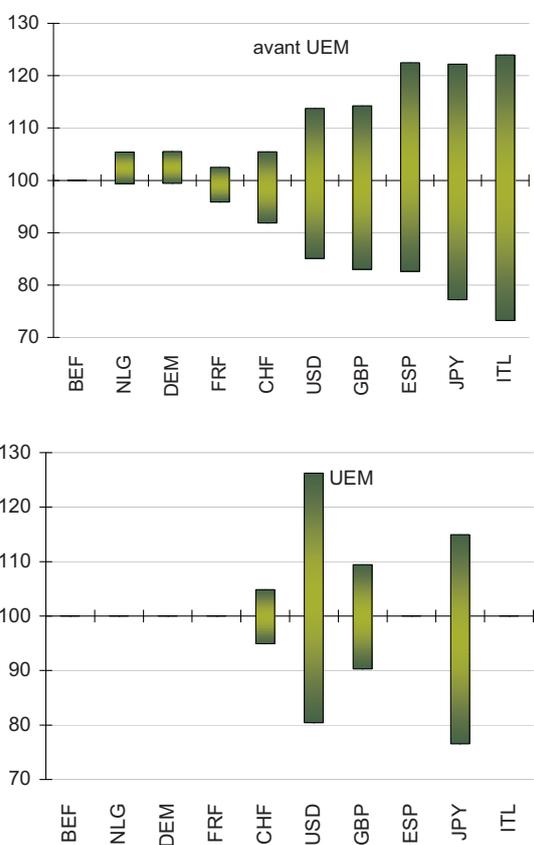
12 Etant donné que la devise de transaction peut différer non seulement de la monnaie du pays de destination, mais aussi de celle du pays d'origine, la composition du commerce extérieur par pays n'est qu'un indicateur incomplet lors du calcul du taux de change effectif pour un pays/une région spécifique.

le Danemark). Dans le cas des Etats-Unis, du Japon et du Royaume-Uni, la volatilité des taux de change est importante (voir graphique 5 pour la déviation maximale des taux de change de leur moyenne pendant les périodes 1990-1998 et 1999-2005).

Le taux de change effectif est affecté par d'éventuels différentiels d'inflation entre le Luxembourg et ses pays partenaires commerciaux (y compris les pays membres de la zone euro, voir graphique 6 en-dessous)<sup>13</sup>. Finalement, l'ICM constitue une source d'information de haute fréquence.

Graphique 5

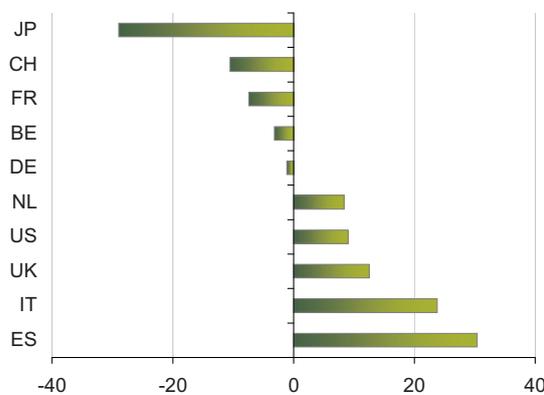
Bande de fluctuations des taux de change du franc luxembourgeois vis-à-vis des 10 principaux pays partenaires commerciaux



Source: Bloomberg / Remarque: les moyennes des taux de change ont été fixées à 100. Pour des raisons de disponibilité de données, les taux de change bilatéraux du franc luxembourgeois ont été calculés sous l'hypothèse que les transactions se font via l'USD.

Graphique 6

Différentiels d'inflation des prix à la consommation entre le Luxembourg et ses principaux pays partenaire commerciaux (1990 à 2004)



Source: FMI, Eurostat, STATEC  
Remarque: Les chiffres se réfèrent à des indices de prix à la consommation non-harmonisés.

#### 2.1.4.1 Une application de l'ICM au Luxembourg

Etant données les spécificités de l'économie luxembourgeoise et au vu de la disponibilité des données, le calcul d'un ICM pour le Luxembourg n'est pas aisé. Dans le contexte de l'ICM, par exemple, le taux d'intérêt du marché monétaire domestique sert de taux d'intérêt à court terme. Au Luxembourg, cependant, un véritable marché monétaire n'a pas existé. L'analyse suivante part de l'hypothèse que les taux d'intérêt belges reflètent de manière fiable l'évolution des taux d'intérêt au Luxembourg. En analogie avec l'analyse menée pour la zone euro, le taux d'intérêt à court terme est équivalent au taux d'intérêt à trois mois<sup>14</sup>. A partir de janvier

<sup>13</sup> Cet argument s'applique aux taux de change effectifs réels obtenus sur base des déflateurs des prix à la consommation. Dans le cas de taux de change obtenus selon d'autres déflateurs (tels que les coûts salariaux unitaires), le taux de change effectif est affecté par d'éventuels changements au niveau d'autres facteurs (telle que la croissance de la productivité).

<sup>14</sup> Nous tenons à remercier chaleureusement la Banque Nationale de Belgique de nous avoir fourni les séries afférentes.

1999, l'Euribor à trois mois sert comme indicateur du taux d'intérêt à court terme. Ainsi, à partir de 1999, d'éventuelles différences au niveau de la trajectoire des conditions monétaires nominales entre le Luxembourg et la zone euro résultent d'une évolution hétérogène au niveau du taux de change effectif.

En analogie avec l'analyse menée pour la zone euro, l'indice des prix à la consommation est utilisé comme élément déflateur. Dans le cas du Luxembourg et pour une meilleure représentation de la structure des dépenses des résidents, l'indice des prix à la consommation national est appliqué. Dans le souci d'une meilleure comparabilité, le calcul du «taux de change effectif» pour le Luxembourg suit la méthode appliquée par la BCE lors du calcul du taux de change effectif pour la zone euro. Les pondérations tiennent compte d'effets de marchés tiers et se basent sur la structure du commerce en matière de biens manufacturés pendant la période allant de 1999 à 2001<sup>15</sup>.

#### 2.1.4.2 Calculer l'ICM pour le Luxembourg

En analogie avec la zone euro, le ratio ICM peut théoriquement être obtenu selon différentes approches. Pour le Luxembourg, les estimations sur base de modèles de forme réduite aboutissent à des résultats peu concluants. D'ailleurs, les coefficients réagissent sensiblement à des modifications de la spécification appliquée. De manière générale, les résultats suggèrent un ratio ICM considérablement inférieur à ceux communément obtenus pour la zone euro et plus proche des ratios ICM appliqués au Canada (3 :1), en Nouvelle-Zélande (2 :1), en Norvège (3 :1) et en Suède (3 :1 à 4 :1) ou dans d'autres petites économies ouvertes (à savoir 0.25 :1 à 5 :1, voir par exemple Hong Kong Monetary Authority, 2000).

Etant donnée la diversité et la sensibilité des résultats empiriques pour ce qui concerne les poids relatifs du «taux de change effectif» et du taux d'intérêt à court terme au Luxembourg, au lieu d'appliquer un ratio très spécifique assujéti à un degré d'incertitude substantiel, un éventail de ratios ICM est utilisé dans la suite. Dans le souci d'une bonne performance d'indicateur avancé de l'ICM et au vu des analyses empiriques, la bande des ratios appliqués est de 0.5 :1 à 3 :1. Le graphique 7 ci-dessous montre l'évolution de l'ICM pour le Luxembourg à fréquence mensuelle pour la période 1993 à 2005 (partie supérieure). La courbe rouge en pointillés reflète l'évolution de l'ICM sous l'hypothèse d'un ratio ICM intermédiaire (à savoir 2 :1). Le graphique 7 montre aussi les contributions du «taux de change effectif» et du taux d'intérêt à court terme sous l'hypothèse d'un ratio 2 :1.

La trajectoire de l'éventail de l'ICM montre premièrement que les conditions monétaires au Luxembourg se sont considérablement assouplies entre 1995 et 1997. Cet assouplissement est dû non seulement à un recul du taux d'intérêt à court terme, mais aussi à une dépréciation du taux de change effectif du franc luxembourgeois. Deuxièmement, les conditions monétaires se sont assouplies de nouveau au début de la phase III de l'union monétaire européenne, mais à un degré beaucoup moins prononcés que tel a été le cas au sein de la zone euro. Troisièmement, les conditions monétaires ont été relativement stables entre 2000 et 2002. Contrairement à la zone euro, la contribution du «taux de change effectif réel» au Luxembourg n'a que peu changé pendant cette période. Quatrièmement et en analogie avec la zone euro, pour la presque totalité de la période considérée, l'évolution générale des

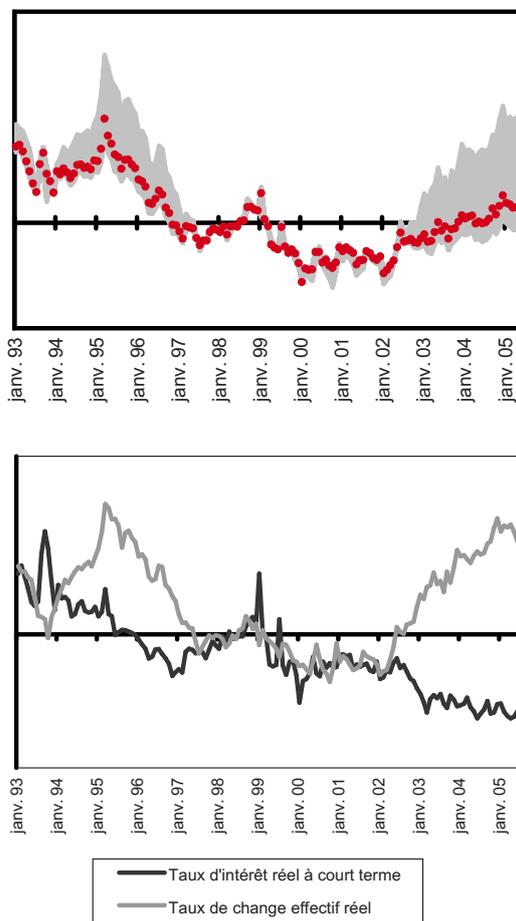
---

15 Pour plus de détails sur le calcul du taux de change effectif pour le Luxembourg voir BCL (2003) et BCL (2004).

conditions monétaires n'a guère été affectée par le choix du ratio ICM (parmi ceux considérés dans cette étude). Le choix du ratio peut cependant affecter le moment d'inversion des conditions monétaires. D'ailleurs, l'évolution de l'ICM peut cacher une évolution très hétérogène au niveau des deux variables sous-jacentes en fonction du ratio ICM. Malheureusement, depuis 2003, l'ICM réagit très sensiblement à des changements de ce ratio et actuellement l'incertitude concernant le degré des conditions monétaires est particulièrement importante. Il est vrai que pour l'ensemble des ratios considérés nous constatons un resserrement des conditions monétaires depuis le milieu de l'année 2002. Alors que ce processus reste relativement modéré selon des ratios très élevés (c'est à dire avec un poids très important pour le taux d'intérêt), le degré de resserrement est plus prononcé avec un ratio ICM peu élevé. En analogie avec la zone euro, la sensibilité plus prononcée de l'ICM par rapport au ratio ICM est due aux évolutions très hétérogènes ainsi qu'aux contributions relativement importantes des deux variables sous-jacentes au cours de ces dernières années. Alors que l'appréciation de l'euro a contribué au resserrement des conditions monétaires, le recul continu des taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas a eu tendance à assouplir les conditions monétaires. En effet, il semble qu'actuellement l'ICM pour le Luxembourg soit plus sensible par rapport au choix du ratio ICM que tel n'est le cas niveau de la zone euro.

Graphique 7

L'ICM réel pour le Luxembourg



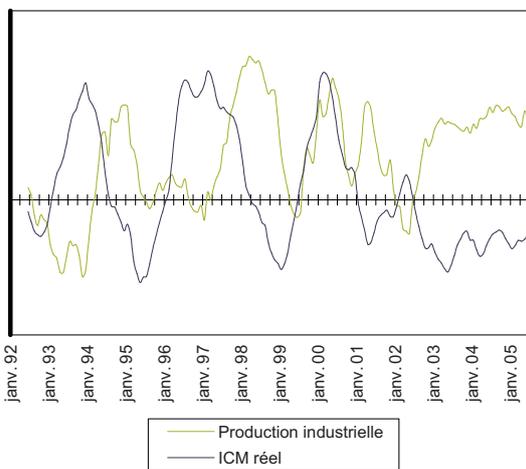
Source: Banque Nationale de Belgique, Bloomberg, Eurosystem, FMI, STATEC, calculs BCL  
 Remarque: l'ICM ainsi que les contributions à l'ICM sont affectés par un effet de base en janvier et juillet 1999 suite à l'introduction des prix soldés dans la compilation de l'IPCX.

2.1.4.3 Le recours à l'ICM en tant qu'indicateur avancé: Luxembourg

La qualité d'indicateur avancé de l'ICM a rarement été étudiée au Luxembourg. Le graphique ci-dessous compare la variation qu'enregistre l'ICM réel avec l'évolution au niveau de la production industrielle entre 1992 et 2005 (les séries sont présentées en variation annuelle sur base des moyennes lissées de 6 mois).

Graphique 8

L'ICM et la production industrielle (Luxembourg)



Source: Banque nationale de Belgique, Bloomberg, Eurosystem, FMI, STATEC, calculs BCL

Entre 1992 et 1999, la variation enregistrée par l'ICM réel était corrélée avec la future évolution de la production industrielle au Luxembourg. En analogie avec la «zone euro», les variations au niveau de l'ICM semblaient être utiles pour l'identification des points d'inversion en ce qui concerne la production industrielle. Tout d'abord, l'ICM réel avait fait d'état un rebond de l'activité économique vers la fin de l'année 1992 (qui s'est produite vers la fin de l'année 1994), en mi-1995 (réalisé vers la fin de 1996) ainsi qu'au début de l'année 1999 (réalisé en mi-1999). Deuxièmement, l'évolution de l'ICM réel avait signalé un ralentissement économique au début de l'année 1994 (réalisé au début de l'année 1995), en mi-1997 (réalisé en mi-1998) et au début de l'année 2000 (réalisé en mi-2000). Pendant la période de 1992 à 1999, la corrélation entre le changement de l'ICM réel et le changement de la production industrielle était de 80% sous l'hypothèse d'un opérateur d'avance d'un an environ. D'ailleurs, le graphique ci-dessus montre que l'opérateur d'avance de l'ICM par rapport à la production industrielle a diminué au cours des années 90 et il semble qu'actuellement l'ICM, comme pour la zone euro, ne sert plus d'indicateur avancé pour l'évolution de la production industrielle. Alors que le degré de corrélation était de 0.8 entre 1992 et 1999, le degré de corrélation est de 0.3 environ à travers l'ensemble de la période considérée.

Contrairement aux résultats obtenus pour la production industrielle, au cours des années 90 l'ICM

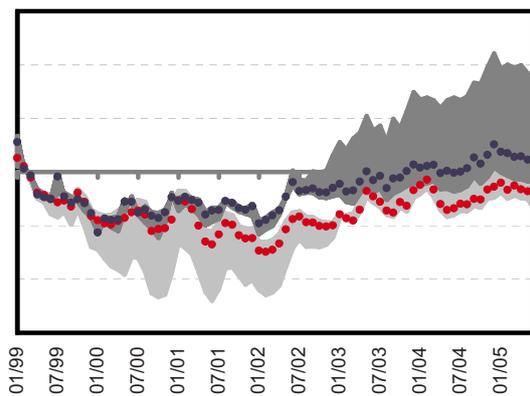
n'offrait qu'une performance d'indicateur avancé de l'inflation très limitée au Luxembourg. L'analyse montre qu'à partir de la moitié de l'année 1997 jusque 2001, l'évolution de l'ICM coïncidait en général avec celle du taux d'inflation mais ne la précède pas. Avant 1997, l'assouplissement des conditions monétaires coïncidait avec un taux d'inflation en recul, alors que l'on s'attendrait en principe à l'inverse.

2.1.4.4 Conditions monétaires: une comparaison du Luxembourg avec la zone euro

Afin d'étudier le degré relatif d'assouplissement/de resserrement des conditions monétaires, on compare l'évolution de l'ICM pour le Luxembourg à celle de la zone euro depuis l'avènement de l'union monétaire en 1999.

Graphique 9

ICM réel pour le Luxembourg et pour la zone euro



Source: Banque nationale de Belgique, Bloomberg, Eurosystem, FMI, STATEC, calculs BCL

Le graphique ci-dessus montre qu'au début de la phase III de l'union monétaire européenne les conditions monétaires se sont assouplies au Luxembourg (éventail des courbes en gris foncé, courbe en pointillés bleus reflétant un ratio ICM intermédiaire) ainsi qu'au sein de la zone euro (éventail des courbes en gris clair, courbe en pointillés rouges reflétant un ratio ICM intermédiaire). Il s'avère cependant que l'assouplissement des conditions monétaires s'est manifesté de manière beaucoup plus importante (en termes relatifs) au sein de la zone euro qu'au Luxembourg. Ceci est dû à une dépréciation du taux de change effectif plus prononcée au niveau de la zone euro. Par contre, en raison de l'appréciation plus

importante du taux de change ainsi que d'une baisse moins importante du taux d'intérêt réel, le resserrement des conditions monétaires observé en 2002 et 2003 était plus prononcé au sein de la zone euro qu'au Luxembourg. Entre 1999 et 2003, l'évolution des conditions monétaires était globalement plus volatile au sein de la zone euro qu'au Luxembourg. D'ailleurs, sous l'hypothèse d'un degré comparable de conditions monétaires au début de la phase III de l'union monétaire européenne, les conditions monétaires étaient en générale moins assouplies au Luxembourg qu'au sein de la zone euro. En mi-2005, selon des ratios ICM intermédiaires et selon les hypothèses sous-jacentes à cet exercice, le degré des conditions monétaires était légèrement plus resserré au Luxembourg qu'en janvier 1999. Un résultat opposé est obtenu pour la zone euro. L'appréciation des conditions monétaires au Luxembourg (comparativement à la zone euro et sous l'hypothèse d'un degré de conditions monétaires équivalentes au début de la phase III de l'union monétaire européenne) et au sein de la zone euro souffre cependant d'un degré d'incertitude important.

### 2.1.5 Conclusion

Les partisans de l'ICM relèvent que l'ICM lie trois caractéristiques favorables à la conduite de la politique monétaire, à savoir largeur, simplicité et actualité. Théoriquement, l'ICM constitue une cible opérationnelle supérieure aux taux d'intérêt à court terme pour les autorités monétaires. L'analyse montre cependant que l'ICM ne doit ni être considéré comme indicateur fondamental de l'orientation de la politique monétaire, ni être manié de façon machinale. En effet, le calcul de l'ICM impose d'importantes hypothèses, concernant notamment le ratio ICM, la période de référence et la modélisation empirique sous-jacente. Dans cette optique, l'ICM ne se distingue pas des autres indicateurs de politique monétaire non directement observables.

L'analyse montre qu'au cours de la phase III de l'union monétaire européenne les conditions monétaires étaient en général relativement souples par rapport à la période précédente. Cela s'applique tant au Luxembourg qu'à la zone euro. Ce résultat est largement indépendant du ratio ICM utilisé. En termes relatifs, l'assouplissement en début de période des conditions monétaires était plus prononcée au sein de la zone euro qu'au Luxembourg. L'analyse montre que l'incertitude relative au resserrement subséquent des conditions monétaires est particulièrement élevée en fin de période.

Au cours des années 90, l'ICM a constitué un indicateur avancé pour la production industrielle au sein de

la zone euro ainsi qu'au Luxembourg. Cette qualité d'indicateur avancé s'est pourtant dissipée depuis lors non seulement au sein de la zone euro, mais aussi au Luxembourg.

Dans la perspective d'outil pour la politique monétaire, l'ICM englobe deux variables clés de la transmission monétaire. Etant donné que le Conseil des gouverneurs de la BCE procède à l'évaluation des risques pour la stabilité des prix sur base d'une gamme d'indicateurs très vaste, dont l'éventail des taux d'intérêt ainsi que le taux de change effectif, la valeur ajoutée d'une simple combinaison du taux d'intérêt à court terme ainsi que du taux de change effectif semble limitée.

## Bibliographie

Banque centrale du Luxembourg (2004), *Bulletin 2003/3*.

Banque centrale du Luxembourg (2004), *Rapport Annuel 2003*.

Batini, N. et K. Turnbull (2000): "Monetary Conditions Indices for the UK: a Survey", *Bank of England Discussion Paper N° 1*.

Benoit, A. (2003): „Euroland: Entwicklung der monetären Bedingungen“, dans: *Erste Bank Quantitatives Research*, 7 mai 2003.

Davies, G. et J. Simpson (1996): "Summary", *The International Economics Analyst (Goldman Sachs)*, 11(7/8), iii-xviii.

Deutsche Bundesbank (1999), "Taylor-Zins und Monetary Conditions Index", *Monatsbericht April*.

Dornbusch, R., C.A. Favero et F. Giavazzi (1998): "Immediate Challenges for the ECB: Issues in Formulating a Single Monetary Policy", dans: *Economic Policy*, vol. 26.

Dudley, W., J. Hatzius, T. Mayer et D. Walton (2002): "Evaluating Monetary Policy in Euroland and the United States", dans: *Goldman Sachs Global Economics Paper N° 68*.

Duguay, P. (1994): "Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach", dans: *Journal of Monetary Economics*, 33, pp. 39-61.

Eika, K.H, N.R. Ericsson et R. Nymoer (1996): "Hazards in implementing a monetary conditions index", *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, N° 568*.

Ericsson, N. R., E. S. Jansen, N. A. Kerbeshian et R. Nymoer (1998): „Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy“, dans: *Topics in monetary policy modeling, BIS Conference Papers*, vol. 6, pp. 237 – 254, *Banque des Règlements Internationaux*.

Fagan, G., J. Henry et R. Mestre (2001): "An area-wide model (AWM) for the euro area", *ECB Working Paper N° 42*.

FMI (2002): "Staff Report for the 2002 Article IV Consultation – Luxembourg".

Freedman, C. (1994): "The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada", dans *Frameworks for monetary stability: Policy issues and country experiences*, edited by T.J.T. Baliño and C. Cottarelli, *Washington (IMF)*.

Goodhart, C. et B. Hofmann (2003): "FCIs and Economic Activity", *ZEI Working Paper B03-14*.

Hataiseree, R. (1998): "The Roles of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in the Conduct of Monetary Policy: The Case of Thailand under the Floating Rate Regime", dans: *Bank of Thailand Quarterly Bulletin September*.

Hong Kong Monetary Authority, *Quarterly Bulletin 11/2000*.

Lépine, V. (2001): "Is The FED Taking A Walk On The Wild Side?", dans: *National Bank Financial - Weekly Economic Letter du 25 mai*.

Martínez Pagés, J. et E. Ortega Eslava (2000): "Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias", dans: *Banco de España Boletín Económico*, février.

Mayes, D.G. et M. Viren (1998): "A Monetary Conditions Indicator for the Euro Area", *Bank of Finland Discussion Paper N° 27/1998*.

Mayes, D.G. et M. Viren (2001): "Financial Conditions Indexes", *Bank of Finland Discussion Paper N° 17/2001*.

Nadal De Simone, F. Dennis et P. Redward (1996): "A Monetary Conditions Index for New Zealand", *Discussion Paper G96/2, Reserve Bank of New Zealand*.

*National Bank of Greece (2003): "Euro Area Monthly", mai 2003.*

*Nomura (2002): EuroScope du 15 juillet 2002.*

*Peeters, H.M.M. (1998): "Monetary Conditions in Europe: A Methodological Analysis", DNB Staff Reports, N° 27.*

*Salomon Smith Barney (1998), Euro Weekly du 27 août 1998.*

*Stock, J.H. et M.W. Watson (2001): "Forecasting output and inflation: The role of asset prices", dans: NBER Working Paper N° w8180.*

*Verdelhan, A. (1998): "Construction d'un indicateur des conditions monétaires pour la zone euro", Bulletin de la Banque de France, N° 58.*

## 2.2 LA POSITION EXTERIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG<sup>16</sup>

### 2.2.1 Définition et méthodologie

La position extérieure globale (PEG) est un état statistique qui recense les avoirs et les engagements financiers extérieurs d'un pays à un moment donné. Couplée à la balance des paiements, la PEG constitue un indicateur clé dans l'analyse de la situation des «comptes extérieurs» d'un pays ou d'une région économique donnée. Les deux agrégats sont d'ailleurs très liés. L'augmentation ou la réduction des avoirs extérieurs nets (d'engagements) ne peut résulter que de deux sources: le surplus ou le déficit de la balance des paiements courants et les gains ou les pertes en capital sur actifs déjà détenus ou sur passifs. La différence entre les deux agrégats provient du fait que la balance des paiements recense, sur une période donnée, les flux financiers entre résidents et non-résidents alors que la PEG inventorie, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs.

Les principes méthodologiques appliqués à l'élaboration de la position extérieure globale et de la balance des paiements du Luxembourg sont globalement conformes à la méthodologie générale mise au point par le FMI dans la 5ème édition du Manuel de la balance des paiements (1993). Dans ce manuel, le FMI recommande que les données soient suffisamment détaillées pour permettre d'établir la position extérieure par catégories d'instruments financiers et par principaux secteurs de

l'économie. L'un des objectifs de la présente analyse est d'ailleurs de répondre à cette recommandation en mettant clairement en évidence le niveau de l'épargne que les principaux secteurs résidents consacrent aux actifs étrangers. Ces derniers sont divisés en cinq postes, conformément à la classification du compte des opérations financières de la balance des paiements: les investissements directs, les investissements de portefeuille, les produits dérivés, les autres investissements et les avoirs de réserve. Au sein de chaque poste, à l'exception des investissements directs<sup>17</sup>, les instruments financiers sont répertoriés selon quatre secteurs économiques résidents: les autorités monétaires (la banque centrale), les administrations publiques, les institutions financières monétaires (hors banque centrale) et les autres secteurs. Cette dernière catégorie regroupe les OPC non monétaires, les intermédiaires financiers non bancaires (sociétés des participations financières essentiellement), les compagnies d'assurance, les sociétés industrielles ainsi que les ménages.

Concernant la méthodologie d'évaluation des différents avoirs et engagements financiers extérieurs, le FMI recommande l'évaluation au prix courant du marché là où cela est possible, notamment pour les actifs cotés sur un marché. Il convient de souligner que l'application plus ou moins stricte de cette recommandation affecte largement le résultat de la position extérieure dans son ensemble (voir encadré ci-dessous).

#### Les effets de change et de prix sur la position extérieure

La variation de la position extérieure globale entre deux périodes données résulte normalement de nouvelles transactions financières, des réévaluations et des autres ajustements qui se sont produits entre les deux périodes et qui ont affecté les niveaux des stocks. La pratique par laquelle les compilateurs vérifient la cohérence entre les statistiques de balance des paiements et de position extérieure est connue sous le terme de réconciliation des flux avec les stocks. Cet exercice suppose que les compilateurs disposent d'informations complètes sur les différents éléments indiqués ci-dessus. Les nouvelles transactions financières ne posent généralement pas de problèmes car elles sont fournies par les données de la balance des paiements. Les autres ajustements sont normalement attribuables aux reclassements, aux opérations exceptionnelles telles que la monétisation ou démonétisation de l'or, à l'annulation unilatérale de dettes, ainsi qu'à l'expropriation sans dédommagement.

Les réévaluations proviennent des variations des prix des actifs et des taux de change, certains actifs étant libellés en monnaies étrangères. C'est à ce niveau que la méthodologie de valorisation des instruments financiers affecte souvent non seulement les niveaux des encours mais aussi le solde lui-même de la position extérieure globale. Ceci est particulièrement important pour le Luxembourg au regard du volume relativement élevé (près

<sup>16</sup> Note rédigée par Monsieur Albert Lendele Kola

<sup>17</sup> Pour les investissements directs, la distinction se limite aux investissements des banques commerciales et des «autres secteurs». Les investissements directs des autorités monétaires et des administrations publiques sont très limités en pratique.

de 2 mille milliards d'euros) des avoirs et engagements extérieurs bruts. Une variation des prix ou de change, même mineure, et qui n'affecte pas dans les mêmes proportions les avoirs et les engagements, peut augmenter ou réduire considérablement le solde de la position extérieure globale du Luxembourg. Au cas où le solde de la balance courante resterait nul, partant de la situation de fin 2004, une augmentation de 2% de la valeur des engagements extérieurs du Luxembourg accompagnée d'une hausse de 1% des avoirs extérieurs aurait un impact considérable sur la position nette qui passerait ainsi de 27,8 milliards d'euros à 3,8 milliards à la période suivante. Ceci illustre mieux l'importance des effets de valorisation sur la position extérieure nette.

Pour mieux isoler les effets de valorisation, les informations minimales requises devraient au moins distinguer pour tous les actifs et passifs, ceux qui sont cotés sur un marché organisé ainsi que la devise de cotation. Toutefois, dans la compilation de la PEG du Luxembourg, l'application plus ou moins stricte du principe d'évaluation au prix du marché varie selon l'instrument financier et selon le secteur détenteur (émetteur). Les encours d'investissements directs des sociétés holdings et SOPARFI (entités financières spécialisées ou SPEs en sigle) sont évalués au coût historique tant pour les avoirs que pour les engagements. Ceci tient au fait qu'à ce stade l'enquête annuelle sur les encours d'investissements directs ne couvre pas la majorité des SPEs. Les données de ce secteur sont estimées par cumul des flux évalués à leurs prix historiques de marché, tels qu'enregistrés dans la balance des paiements. Pour les autres entreprises qui font l'objet d'une enquête, leurs encours d'investissements directs sont évalués à la valeur comptable. En effet, l'évaluation au prix courant du marché, qui correspond en fait à la valeur boursière, n'est pas actuellement appliquée aux encours d'investissements directs du Luxembourg étant donné que les filiales des multinationales établies au Luxembourg sont rarement cotées en bourse indépendamment de leur groupe. Ce constat est valable aussi pour les filiales des entreprises luxembourgeoises à l'étranger. Le mode d'évaluation retenue pour les investissements directs affecte largement la position extérieure du Luxembourg.

Les valeurs mobilières détenues ou émises (investissements de portefeuille) sont évaluées tantôt à la valeur courante du marché tantôt au coût historique ou au coût d'acquisition. Le mode d'évaluation varie en effet selon le secteur et selon les sources des données. Les titres étrangers détenus par la BCL en tant qu'autorité monétaire ou par le Trésor luxembourgeois sont évalués à leurs valeurs de marché. De même le principe d'évaluation au prix du marché est appliqué aux titres détenus par les compagnies d'assurance et par les OPC de droit luxembourgeois. En revanche, les informations sur les titres étrangers détenus par les banques proviennent de leurs bilans statistiques où ils sont évalués tantôt au prix courant du marché, tantôt au coût historique, tantôt au plus faible montant entre le coût d'acquisition et le prix de marché.

En ce qui concerne les engagements de portefeuille (titres émis par les résidents et détenus par les étrangers), le mode d'évaluation varie également selon le secteur émetteur ou selon les sources de données. Pour les titres de participation émis par les résidents, deux modes d'évaluation sont appliqués. Le premier s'applique aux parts d'OPC et correspond à la valeur nette d'inventaire qui constitue en quelque sorte leurs valeurs de marché. De même, les actions émises par les autres entreprises résidentes sont évaluées aux cours en vigueur à la Bourse de Luxembourg. Par contre, les obligations émises par les résidents sont évaluées à la valeur nominale. Tout comme pour les investissements directs, l'utilisation de plusieurs modes d'évaluation affecte aussi les résultats de la réconciliation des flux avec les stocks présentés dans cet encadré.

Les autres investissements (prêts, dépôts, crédits commerciaux) sont évalués à la valeur nominale ou comptable.

Le tableau ci-après présente les résultats de la réconciliation de la position extérieure globale du Luxembourg à fin 2004, en mettant en évidence d'un côté les flux recensés par la balance des paiements et de l'autre côté les effets de change, de prix et d'autres ajustements dans leur globalité. Là où les informations sont disponibles, les effets de change sont clairement séparés des effets prix. C'est le cas notamment des investissements de portefeuille (actifs et passifs) et des autres investissements des institutions financières monétaires (voir tableau).

Notons d'emblée qu'une partie non négligeable des créances et des engagements est libellée dans des devises qui, en 2004, se sont dépréciées par rapport à l'euro, ce qui a généré des moins-values<sup>18</sup>. En revanche, les cours

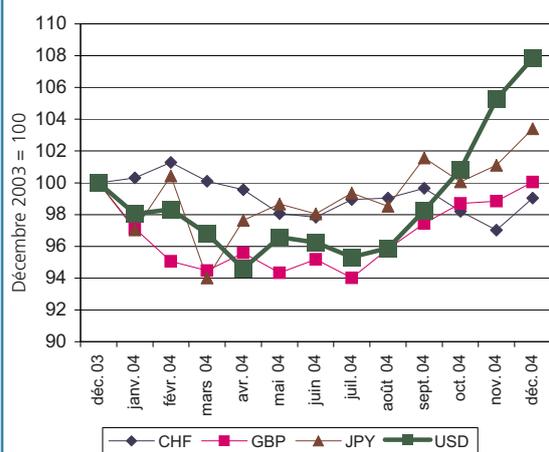
---

<sup>18</sup> Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellées les avoirs et engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin 2004 et fin 2003, l'euro s'est déprécié de 1% par rapport au CHF mais s'est apprécié de 7,3% par rapport au USD et de 3,3% par rapport au JPY. L'euro est resté stable par rapport au GBP.

boursiers ont fortement augmenté tant du côté des titres étrangers que des titres nationaux. Dans l'ensemble, qu'il s'agisse d'avoirs ou d'engagements, l'effet positif des variations des cours boursiers a largement compensé l'effet négatif de l'appréciation de l'euro. Concernant les principales composantes des créances et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg, l'exercice de réconciliation a fourni les résultats présentés dans le tableau ci-après.

Graphique 10

Evolution des principaux cours de change (devise/EUR)



Source: Bloomberg

Tableau 3 Evolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2003	Flux de balance des paiements	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements	Stocks à fin 2004
<b>Position extérieure nette</b>	<b>24,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,8</b>	<b>27,7</b>
Avoirs extérieurs bruts	2 153,3	230,9	37,9	2 422,1
Engagements extérieurs bruts	-2 129,2	-228,1	-37,3	-2 394,6
<b>Investissements directs</b>	<b>-27,5</b>	<b>3,6</b>	<b>-25,9</b>	<b>-49,8</b>
Luxembourgeois à l'étranger	586,8	65,8	-5,7	646,9
Etrangers au Luxembourg	-614,3	-62,2	-20,2	-696,7
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-1,1</b>	<b>-41,5</b>	<b>3,7</b>	<b>-38,9</b>
Titres étrangers	1 055,6	69,7	60,8	1 186,1
Titres luxembourgeois	-1 056,7	-111,2	-57,1	-1 225,0
<b>Produits dérivés</b>	<b>-4,5</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,5</b>
Créances	6,9	2,5	-0,5	8,9
Engagements	-11,4	0,07	0,0	-11,4
<b>Autres investissements</b>	<b>56,8</b>	<b>38,2</b>	<b>23,7</b>	<b>118,7</b>
Créances	503,6	93,0	-16,4	580,2
Engagements	-446,8	-54,8	40,0	-461,5
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,247</b>	<b>0,005</b>	<b>-0,009</b>	<b>0,243</b>

Source: BCL

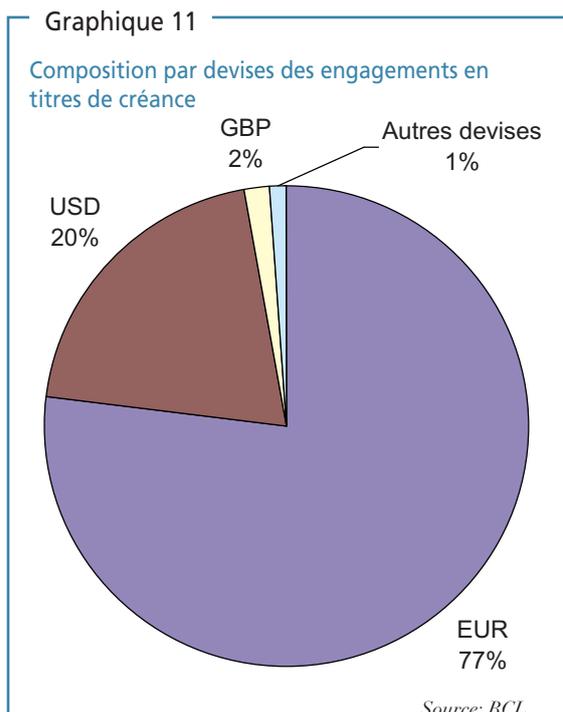
Notes: (1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance;

(2) Pour les flux, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.

(3) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

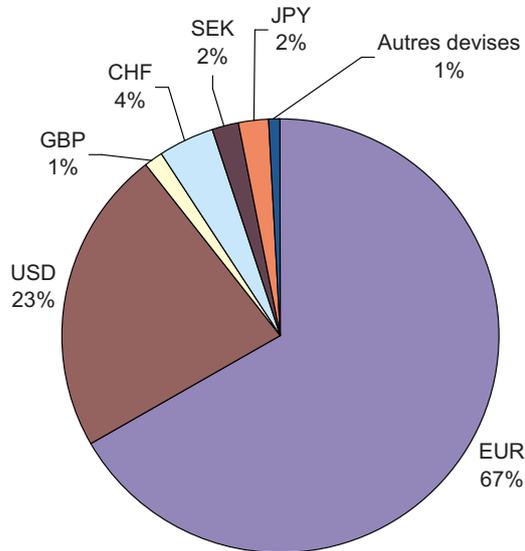
Comparées à l'année 2003, au total les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 269 milliards d'euros en 2004 dont 231 milliards s'expliquent par les nouveaux flux financiers et 38 milliards (1,76% de l'encours initial) par des plus-values provenant des variations combinées des prix et des taux de change. De même, entre 2003 et 2004, les engagements extérieurs du Luxembourg ont globalement augmenté de 265 milliards d'euros, dont l'essentiel (228 milliards) s'explique par de nouveaux flux financiers tels qu'enregistrés dans la balance des paiements de 2004 et le reste (37 milliards, soit 1,75% de l'encours initial) par des variations de change et des prix. Puisque les avoirs et les engagements extérieurs ont généré des plus-values de taille similaire, au total, la variation de la position extérieure nette entre 2004 et 2003 s'explique essentiellement par le surplus du compte courant ( 2,85 milliards d'euros en 2004). Les effets combinés de change et de prix ont eu certes un impact positif sur les avoirs extérieurs nets mais limité à 859 millions d'euros.

Au niveau de différentes composantes de la PEG, les effets de valorisation ont été particulièrement importants pour les investissements de portefeuille. Du côté des avoirs, l'appréciation de l'euro a généré des pertes de change estimées à 42 milliards d'euros (soit 4% de l'encours initial). Toutefois, la hausse des cours boursiers (voir graphique) a augmenté la valeur des titres étrangers à concurrence de 102,3 milliards d'euros (soit 9,8% par rapport à l'encours initial). Au total, les effets combinés des variations de change et de prix se sont avérés positifs (60,8 milliards d'euros, soit 5,8% de l'encours initial). La même tendance a été observée du côté des engagements de portefeuille même si les effets de change y ont été beaucoup moins importants (près de 5 milliards) que les effets-prix (52 milliards d'euros, soit 6% de l'encours initial).



Graphique 12

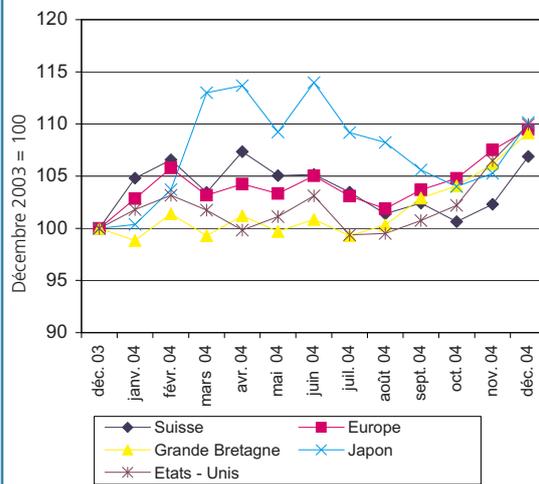
Composition par devises des engagements en titres de participation



Source: BCL

Graphique 13

Evolution des cours boursiers



Source: Bloomberg

L'appréciation de l'euro a également eu un impact négatif sur les autres principales composantes de la PEG du Luxembourg. Exprimés en euros, les investissements directs à l'étranger, dont une part non négligeable est libellée en monnaies étrangères, ont subi une perte de valeur de 5,7 milliards d'euros (1% de l'encours initial). Même si cela n'apparaît pas comme tel pas dans le tableau ci-dessus<sup>19</sup>, l'effet négatif de change a joué également

<sup>19</sup> En raison d'une compensation avec un ajustement positif de près de 25 milliards lié à un reclassement d'un encours comptabilisé auparavant dans les autres investissements (engagements).

dans les investissements directs étrangers au Luxembourg et dans les autres investissements. Pour ces derniers, la situation bilantaire des IFMs luxembourgeois est très éloquent à ce sujet. Les pertes de change subies par les IFMs sur l'encours de crédits consentis à la clientèle non-résidente sont estimée à 7,6 milliards d'euros, soit 2% de l'encours à fin 2003. Du côté passif, les effets négatifs de change sur l'encours de dépôts de la clientèle non-résidente sont très lourds (14,6 milliards d'euros, soit 4,1% de l'encours de 2003).

**Tableau 4 Effets de change sur l'encours d'autres investissements des IFMs**

	Encours 2003	Flux	Variations de change	Encours 2004
Créances	386,303	33,861	-7,559	412,605
Engagements	356,303	24,732	-14,646	366,389

Source: BCL

## 2.2.2 La position extérieure globale nette et ses principales composantes à fin 2004

Les avoirs financiers bruts du Luxembourg vis-à-vis des non-résidents sont évalués à 2 422 milliards d'euros à la fin de l'année 2004 alors que les engagements financiers bruts ont totalisé 2 394 milliards d'euros. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs bruts, s'est établie à 27,8 milliards d'euros à fin 2004 contre 24 milliards à la fin de l'année 2003 (données révisées). Exprimés en pourcentage du PIB nominal, les avoirs extérieurs nets (ou position extérieure nette) du Luxembourg sont ainsi passés de 100% du PIB en 2003 à 108% à fin 2004. Cette hausse reflète essentiellement le surplus du compte courant entre 2004 et 2003 qui a atteint 2,85 milliards d'euros (soit 11% du PIB de 2004). Comme souligné dans l'encadré ci-dessus, l'amélioration de la position financière extérieure d'un pays sur une période donnée ne peut résulter que de deux sources: d'un côté l'excédent de balance courante qui se traduit forcément par une accumulation des créances sur le reste du monde ou par une réduction des engagements extérieurs nets et de l'autre côté des plus values résultant des modifications des prix ou des taux de change. Or l'économie luxembourgeoise ne cesse d'accumuler des excédents courants dont la moyenne a avoisiné les 11% du PIB au cours de la dernière décennie (1995-2004, voir graphique).

**Graphique 14**

Evolution de surplus courant du Luxembourg en % du PIB



Source: STATEC

Le volume relativement élevé des avoirs extérieurs nets du Luxembourg se comprend donc au regard des excédents courants dégagés dans les échanges avec le reste du monde. Toutefois, dans l'analyse économique, il convient d'interpréter le solde de la position extérieure globale avec prudence car il est fortement tributaire de la méthodologie de valorisation des instruments financiers. Ainsi, la position extérieure peut présenter un solde positif ou négatif selon le mode d'évaluation adoptée pour une catégorie donnée ou pour l'ensemble des instruments considérés. A titre d'exemple, l'évaluation du stock d'investissements directs en valeur comptable ou en valeur boursière peut transformer un solde positif en solde négatif ou vice-versa. Cela a été observé notamment en France où la position extérieure nette s'est établie à 110,8 milliards en 2004 (6,8% du PIB) avec une valorisation des stocks d'investissements

directs en valeur de marché mais la même position nette s'est élevée à -56,4 milliards (-3,5% du PIB) avec une valorisation des investissements directs en valeur comptable<sup>20</sup>. Cette observation est aussi valable pour le Luxembourg, d'autant plus que sous la contrainte des disponibilités de données plusieurs modes de valorisation sont appliqués à la fois aux stocks d'investissements directs (combinaison de la valorisation aux coûts historiques et à la valeur comptable) et aux stocks d'investissements de portefeuille (valorisation aux prix du marché, aux coûts d'acquisition ou à la valeur nominale). Compte tenu de différents modes de valorisation retenus, la présente analyse met en évidence, dans ses sections suivantes, le rôle du secteur financier dans la position extérieure globale du Luxembourg. L'analyse montre d'abord l'ampleur des sociétés des participations financières (SOPARFI) ou holdings dans la position d'investissements directs étrangers, ensuite le rôle des Fonds d'investissements (OPC) dans la position d'investissements de portefeuille, et enfin l'importance des intermédiaires financiers monétaires (banques et OPC monétaires) dans la position d'autres investissements.

### 2.2.3 Les entités financières spécialisées et la position d'investissements directs

Sous la rubrique «investissements directs» sont recensés les investissements qui ont pour finalité d'exercer un pouvoir de contrôle dans la gestion d'entreprises situées hors du territoire de l'investisseur. Par convention, le pouvoir de contrôle est présumé lorsque la participation de l'investisseur direct dépasse 10% du capital social<sup>21</sup> de l'entreprise non-résidente. Dans la pratique, les capitaux d'investissements directs (ID) se matérialisent sous forme de participations au capital social, de bénéfices non rapatriés ainsi que sous forme de prêts intragroupes.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 647 milliards d'euros à fin 2004 contre 587 milliards l'année précédente. Cette évolution s'explique essentiellement par les nouveaux investissements (65,8 milliards au cours de l'année 2004) auxquelles s'ajoutent des moins-values (5,7 milliards d'euros) résultant de l'appréciation de l'euro, une partie des investissements directs luxembourgeois à l'étranger étant libellé en devises. La ventilation de l'encours d'ID par secteur économique permet de mettre en évidence la prépondérance des entités financières spécialisées

(SPEs ou «*Special Purpose Entities*») constituées essentiellement des sociétés holdings et d'autres sociétés des participations financières (SOPARFI). Sur les 647 milliards d'euros d'encours d'ID à fin 2004, 612,8 milliards (95%) correspondent à l'encours d'ID des SPEs. L'exclusion des SPEs, notamment à des fins d'analyse économique ou de comparaisons internationales, a pour effet de réduire considérablement l'encours d'ID luxembourgeois à l'étranger à 34 milliards d'euros à fin 2004 dont 5 milliards émanent du secteur bancaire, le montant restant (29 milliards) revenant aux sociétés non financières et aux placements immobiliers de certains fonds d'investissements.

Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg a atteint 697,7 milliards d'euros à la fin de l'année 2004 contre 614,3 milliards l'année précédente, soit une hausse de 82 milliards au total dont 62 milliards sont dus aux nouveaux flux entrants recensés en 2004, et le montant restant (20 milliards, soit 3,3% de l'encours initial) correspondant aux effets de réévaluation et d'ajustements. La répartition sectorielle montre également une concentration de l'ID au niveau des SPEs (sociétés holdings ou SOPARFI) dont l'encours s'est élevé à 648,5 milliards d'euros (93% du total) à fin 2004. En dehors des SPEs, l'encours d'ID traduisant les investissements dans l'économie réelle, s'établit à 48,2 milliards d'euros dont 25,9 milliards concernent le secteur bancaire résident et le reste correspond aux investissements dans les assurances et dans l'industrie.

Avec un encours d'investissements directs étrangers dépassant celui d'investissements luxembourgeois à l'étranger, le Luxembourg a enregistré une position débitrice de 49,8 milliards d'euros à fin 2004 contre 27,5 à fin 2003. L'accentuation de la position négative dans le domaine des investissements directs s'explique essentiellement par les effets de réévaluation qui ont engendré des moins-values pour les investissements luxembourgeois à l'étranger alors que les investissements étrangers au Luxembourg ont subi un ajustement à la hausse. La répartition de la position nette par secteur résident montre aussi la prééminence des sociétés holdings dont la position débitrice a atteint 35,7 milliards (sur un total de 49,8 milliards), suivi par les banques résidentes avec 20,9 milliards, les autres secteurs dégageant une position nette créditrice de 6,8 milliards.

20 Banque de France et Ministère de l'économie (2005): *Balance des paiements et Position extérieure de la France, Rapport Annuel 2004*, pp. 17, 30-33.

21 Cfr. *Fonds Monétaire International (1993), Manuel de la Balance des paiements, 5 édition*,

L'examen de différentes formes d'investissements directs permet de constater que la position nette négative résulte avant tout de l'encours des capitaux propres, le Luxembourg étant largement bénéficiaire net d'investissements en provenance de l'étranger. A fin 2004, les participations luxembourgeoises et les bénéfices réinvestis dans des filiales établies à l'étranger se sont chiffrés à 533,4 milliards d'euros (82% de l'en-

cours d'ID à l'étranger, tous secteurs confondus), contre 612 milliards (88% de l'encours total) pour les participations des non-résidents à leurs filiales luxembourgeoises. Au niveau de la deuxième forme d'ID (essentiellement des prêts entre affiliés), le Luxembourg affiche une position nette créditrice de 28,8 milliards d'euros, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

**Tableau 5 Position d'investissements directs à fin 2004 (en millions EUR)**

	Position nette	ID Luxembourgeois à l'étranger			ID Etrangers au Luxembourg		
		Total	Capitaux propres	Autres capitaux	Total	Capitaux propres	Autres capitaux
Banques	-20,901	4,959	4,224	735	-25,860	-25,205	-655
SPEs	-35,696	612,780	510,376	102,404	-648,476	-573,062	-75,414
Autres secteurs	6,792	29,165	18,778	10,387	-22,373	-13,769	-8,604
Tous secteurs	-49,805	646,904	533,377	113,527	-696,709	-612,036	-84,673

Source: BCL/STATEC

Note: Les encours d'ID étrangers correspondent aux engagements financiers extérieurs et sont enregistrés avec un signe négatif alors que les investissements directs luxembourgeois à l'étranger constituent des créances extérieures et sont donc enregistrés avec un signe positif. Pour chaque secteur, la position nette correspond à la différence (en valeur absolue) entre ses avoirs et ses engagements.

#### 2.2.4 Le rôle des OPC dans la position d'investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille couvrent les encours d'investissements internationaux en valeurs mobilières, notamment sous forme de titres de participation et de titres de créance. Les titres de participation détenus dans le cadre d'une relation d'investissement direct (au moins 10% du capital) sont exclus de cette rubrique.

Les stocks d'investissements de portefeuille occupent une part importante dans la position extérieure globale du Luxembourg. A fin 2004, le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents (1 186 milliards d'euros) représente 49% de l'ensemble des avoirs extérieurs bruts du Luxembourg. De même, l'encours des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents (1 225 milliards d'euros) représente 51% des engagements extérieurs bruts du Luxembourg. Le fait que les avoirs et les engagements de portefeuille du Luxembourg soient très proches en valeur absolue tient au rôle particulier des Organismes des placements collectifs (OPC). En effet, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents est composé à 86,5% de titres de participation, à 11,8% d'obliga-

tions et à 1,7% d'instruments du marché monétaire. Sur les 1 060 milliards d'encours des titres de participation émis par le Luxembourg et détenus par les non-résidents, 96,5% (soit 1 023 milliards) correspondent aux parts d'OPC. Cette ampleur considérable des titres d'OPC dans les engagements du Luxembourg met en évidence le rôle du pays en tant que plate-forme pour des activités d'intermédiation financière internationale. Cela d'autant plus qu'une grande partie des fonds collectés par les OPC est investie dans des titres émis par des non-résidents. En effet, les OPC détiennent 70,5 % (ou 836 milliards d'euros) du volume global (1 186 milliards) des valeurs mobilières étrangères détenues par le Luxembourg.

Par ailleurs, à fin 2004 la structure du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents se présente ainsi: 53% d'obligations et titres assimilés, 39% de titres de participation, 7% d'instruments du marché monétaire.

La différence entre les avoirs et les engagements de portefeuille montre qu'à la fin de l'année 2004, le Luxembourg affiche une position nette négative d'environ 39 milliards d'euros. Cette position nette varie fortement en fonction du type d'instruments

et en fonction du secteur économique. Elle est fortement déficitaire pour les titres de participations dans leur ensemble (-592 milliards d'euros) alors qu'elle s'avère fortement excédentaire pour les titres de dette (553 milliards). La répartition sectorielle montre une position nette positive pour les institutions financières

monétaires (89 milliards), pour la BCL (2,5 milliards) et les administrations publiques (353 millions). La position créditrice des trois secteurs précités est en revanche fortement compensée par la position débitrice (-130,6 milliards) des autres secteurs (OPC pour l'essentiel, voir tableau).

**Tableau 6 Positions – titres par secteurs résidents à fin 2004 (en millions EUR)**

	Position nette	Avoirs de portefeuille			Engagements de portefeuille		
		Total	Titres de participation	Titres de créance	Total	Titres de participation	Titres de créance
BCL	2,456	2,456	0	2,456	0	0	0
IFMs	88,899	302,680	8,915	293,766	-213,782	-143,947	-69,835
Administrations publiques	353	353	0	353	0	0	0
Autres secteurs	-130,635	880,607	458,781	421,826	-1,011,242	-915,997	-95,245
Tous secteurs	-38,928	1,186,096	467,696	718,400	-1,225,024	-1,059,944	-165,080

Source: BCL

### 2.2.5 Les encours d'autres investissements

Les stocks d'autres investissements regroupent tous les avoirs et tous les engagements financiers extérieurs qui ne sont ni des investissements directs, ni de portefeuille, ni des avoirs de réserve. Il s'agit principalement des crédits commerciaux, des prêts ou emprunts ainsi que des dépôts et monnaies fiduciaires. Avec une position créditrice de 118,7 milliards d'euros, les encours d'autres investissements constituent, avec les avoirs de réserve dans une moindre mesure, les seules rubriques qui ont contribué au solde positif de la position extérieure globale du Luxembourg à la fin de l'année 2004. Au sein des autres investissements, la position créditrice varie fortement selon les secteurs résidents. La BCL, dont l'encours d'autres investissements est constitué essentiellement de ses engagements ou de ses créan-

ces vis-à-vis de l'Eurosystème<sup>22</sup>, affiche une position créditrice de 3,4 milliards d'euros à fin 2004. Le solde positif de la position des institutions financières monétaires (BCL exclue) est de 46 milliards d'euros à la fin de l'année 2004. La position extérieure des IFMs révèle d'ailleurs une internationalisation très poussée des activités bancaires. L'encours des dépôts des non-résidents (366 milliards d'euros) représente en effet 65% de tous les dépôts auprès des IFMs luxembourgeois. De même, du côté des actifs des IFMs, la clientèle non-résidente occupe une place importante avec un encours des crédits de 412,6 milliards d'euros (80% du volume global des crédits accordés par les IFMs). Enfin, la position nette créditrice des autres secteurs (SPEs et OPC non monétaires essentiellement) est évaluée à 69 milliards d'euros (voir tableau ci-dessous).

**Tableau 7 Position extérieure d'autres investissements par secteur résident à fin 2004 (en millions EUR)**

	Position nette	Créances extérieures	Engagements extérieurs
BCL	3,388	3,501	-113
IFMs	46,216	412,605	-366,389
Autres secteurs	69,063	164,063	-95,000
Tous secteurs	118,667	580,169	-461,502

Source: BCL

<sup>22</sup> Plus explicitement, les engagements ou les avoirs nets de la BCL envers l'Eurosystème résultent de la gestion du système des paiements TARGET.

### 2.2.6 Conclusion

A fin 2004, les avoirs extérieurs nets du Luxembourg ont atteint 27,8 milliards d'euros (soit 108% du PIB nominal) contre 24 milliards d'euros (100% du PIB) à la fin de l'année 2003. Cette hausse tient essentiellement au surplus de la balance courante qui s'est élevé à 11% du PIB en 2004. Les effets de revalorisation n'ont pas beaucoup affecté la position extérieure nette pour la simple raison qu'ils ont eu un impact positif similaire (1,75% environ) sur les avoirs et sur les engagements bruts. En 2004, l'appréciation de l'euro a ainsi généré des moins-values sur une partie non-négligeable des créances et des engagements extérieurs qui sont libellés en devises. Toutefois, ces pertes de change ont été plus que compensées par des plus-values résultant de la hausse des cours boursiers tant au niveau national qu'international.

L'analyse a présenté la ventilation sectorielle de principales composantes de la position extérieure du Luxembourg, avec un accent particulier sur le secteur financier. Les données disponibles sur les trois principaux acteurs du secteur financier luxembourgeois mettent en évidence l'orientation internationale de la place financière du Luxembourg. La ventilation sectorielle des encours d'investissements directs étrangers a ainsi permis de montrer la prépondérance des entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens large) qui occupent 93% du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg et 95% de l'encours d'investissements luxembourgeois à l'étranger. L'analyse a aussi expliqué les volumes élevés (mais très proches en valeur) des investissements de portefeuille par le rôle particulier des fonds d'investissements (OPC). Les engagements de portefeuille du Luxembourg sont essentiellement constitués des parts d'OPC (1 060 milliards d'euros sur un total de 1 225 milliards). De même, du côté des avoirs, les placements des OPC représentent près de 70% de toutes les valeurs mobilières étrangères détenues par le Luxembourg. En bref, les OPC collectent l'essentiel de leurs fonds auprès des non-résidents et investissent la majeure partie de leurs ressources dans des titres émis également par des non-résidents. Le rôle des OPC dans les investissements de portefeuille s'apparente donc à celui des sociétés holdings dans les investissements directs. Finalement, la fonction d'intermédiation internationale est confirmée par le rôle exercé par les banques dans les encours d'autres investissements concernant en particulier les crédits et les dépôts.

## 2.3 DAS PREISSETZUNGSVERHALTEN IM EURORAUM<sup>23</sup>

---

Unter der modelltheoretischen Annahme vollkommener Märkte passen sich Preise laufend an veränderte Nachfrage- und Angebotsbedingungen an. In der Praxis läßt sich allerdings beobachten, daß Anbieter von Gütern und Dienstleistungen Preise gemeinhin nicht kontinuierlich, sondern lediglich in gewissen Abständen verändern. Zahlreiche jüngere Beiträge der ökonomischen Theorie zielen darauf ab, die Ursachen für Preisrigiditäten und deren Auswirkungen für die Preissteigerung und die wirtschaftliche Aktivität zu analysieren. Die zumeist theoretisch ausgerichtete Literatur kommt zu dem Ergebnis, daß nominale Rigiditäten mitbestimmend sind für die Auswirkungen einer großen Zahl von Schocks auf eine Volkswirtschaft und potentiell bedeutsame Implikationen für die Geldpolitik haben.

Einen wichtigen Schritt zur umfassenden quantitativen und qualitativen Abschätzung der Preisflexibilität und deren Ursachen bilden Auswertungen von Einzelpreisen sowie direkte Unternehmensbefragungen zur Preispolitik. Als wegbereitend gelten in diesem Zusammenhang die Arbeiten von Bils und Klenow (2004) und Blinder et al. (1998). Während umfassende empirische Studien zum Thema Preisrigidität bislang meist auf die USA beschränkt waren, lagen entsprechende Informationen für den Euroraum hingegen in nur sehr eingeschränktem Maße vor. Im folgenden werden Ergebnisse des Forschungsnetzwerkes des Eurosystems zur Inflationspersistenz für eine umfassende Zahl von Ländern des Euroraums präsentiert. Die betreffenden Studien sind in der Reihe der Arbeitspapiere der Europäischen Zentralbank unter Dhyne et al. (2005) und Fabiani et al. (2005) erschienen.

### 2.3.1 Die Analyse individueller Verbraucherpreisdaten

Parallel zu detaillierten länderspezifischen Studien ist eine länderübergreifende Analyse von Dhyne et al. (2005) erstellt worden<sup>24</sup>. Ziel dieser länderübergreifenden Analyse ist es, die grundlegenden Merkmale der Preissetzung für Güter und Dienstleistungen des Verbraucherpreisindex im Euroraum und in den Ländern des Euroraums zu beschreiben und diese, sofern möglich, mit denen der USA zu vergleichen. Der Schwerpunkt der Analyse liegt in der Berechnung quantitativer Indikatoren der Häufigkeit und der Größe von Preisänderungen, sowie des Grades der

Synchronisierung derartiger Änderungen. Aus Gründen der Verfügbarkeit von Daten und zum Zweck der bestmöglichen Vergleichbarkeit der Ergebnisse werden Einzelpreisdaten über 50 eng definierte Produkte des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) untersucht. Die Durchführung dieser Studie wäre ohne die umfangreiche Unterstützung durch die nationalen statistischen Ämter im Zusammenhang mit den Rohdaten nicht möglich gewesen. Aus Gründen der Geheimhaltungsvorschriften basiert diese Studie auf einem Vergleich aggregierter Indikatoren der teilnehmenden Länder.

Die zentralen Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Im Euroraum werden Verbraucherpreise relativ selten geändert. Im Euroraum beträgt die Frequenz von Preisänderungen 15,1% (d.h. in einem gegebenen Monat ist für durchschnittlich 15,1% aller Preise eine Veränderung zu beobachten). Die durchschnittliche Bestandsdauer von Verbraucherpreisen beträgt dementsprechend 4 bis 5 Quartale. Mit einer durchschnittlichen Preisänderungsfrequenz von 24,8% ist die Verweildauer von Verbraucherpreisen in den USA wesentlich kürzer (etwa 2 bis 3 Quartale). Dabei ist anzumerken, daß die höhere Preisänderungsfrequenz nur teilweise auf die volatilere Entwicklung der Preissteigerung sowie die höhere durchschnittliche Inflationsrate in den USA im Beobachtungszeitraum zurückgeführt werden kann. Darüber hinaus tragen die Unterschiede in der Zusammensetzung des privaten Verbrauchs eher zu einer Angleichung der beobachteten Unterschiede bei der relativen Häufigkeit von Preisänderungen zwischen dem Euroraum und den USA bei. Das beobachtete Gefälle zwischen dem Euroraum und den USA steht im Einklang mit indirekten Schätzungen der Verweildauer von Preisen auf der Grundlage von makroökonomischen Modellen, sowie den Ergebnissen von Firmenerhebungen.
2. Die relative Häufigkeit von Preisänderungen unterscheidet sich erheblich zwischen den hier untersuchten Produkttypen. Relativ häufige Preisänderungen lassen sich in den Bereichen Energie (Ölzeugnisse) und Unverarbeitete Nahrungsmittel beobachten (78% bzw. 28,3%). Diese Bereiche sind in besonderem Maße angebotsseitigen Marktschwankungen ausgesetzt. Im Bereich der Dienstleistungen hingegen

---

<sup>23</sup> Studie erstellt von Patrick Lünemann ([patrick.lunemann@bcl.lu](mailto:patrick.lunemann@bcl.lu)) und Thomas Mathä ([thomas.mathae@bcl.lu](mailto:thomas.mathae@bcl.lu)).

<sup>24</sup> Die entsprechende Studie für Luxemburg ist als Arbeitspapier Nr. 17 mit dem Titel „Consumer Price Behaviour in Luxembourg: Evidence from Micro CPI Data“ in der Reihe Cahiers d'études der Banque centrale du Luxembourg erschienen und kann unter [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) abgerufen werden.

finden Preisänderungen relativ selten statt (5,6%). Die Unterschiede zwischen den Produkttypen fallen darüber hinaus im Euroraum größer aus als in den USA. Dies ist in erster Linie auf die sehr preisstarren Produkttypen zurückzuführen. Insgesamt sind etwa 90% der Varianz der beobachteten Preisänderungsfrequenzen auf produkttypspezifische Effekte zurückzuführen. Unterschiede in der relativen Häufigkeit von Preisänderungen zwischen Produkttypen können zu einem unterschiedlichen Grad der Persistenz der Inflationsrate beitragen. Deutliche Unterschiede in der relativen Häufigkeit von Preisänderungen sind darüber hinaus nicht allein zwischen den verschiedenen Produkttypen, sondern auch innerhalb der einzelnen Produktkategorien zu beobachten.

3. Die Analyse offenbart auch Unterschiede im Preissetzungsverhalten zwischen den Ländern des Euroraums. Allerdings sind die Unterschiede zwischen den Ländern deutlich geringer als die Unterschiede zwischen den Produkttypen. Die beobachteten Unterschiede zwischen den Ländern sind sowohl auf strukturelle Unterschiede, als auch auf Abweichungen in der Datenbeschaffenheit zurückzuführen. Erstere sind unter anderem durch die Zusammensetzung des privaten Verbrauchs und die Struktur des Einzelhandels bedingt. Ursächlich für letztere hingegen sind zum Beispiel eine unterschiedliche Behandlung von Schlußverkaufspreisen und Produktsubstituierungen sowie unterschiedliche Berichtszeiträume. Detaillierte Auswertungen für einzelne Länder belegen zum Beispiel, daß die Aufzeichnung von Schlußverkaufspreisen zu einem Anstieg der gemessenen relativen Häufigkeit der Preisänderung von bis zu 3 Prozentpunkten führen kann<sup>25</sup>. Darüber hinaus können Unterschiede zwischen Ländern auf einen unterschiedlichen Einsatz von Maßnahmen zur Preisregulierung zurückzuführen sein. Ein abschließender vollkommener Vergleich zwischen den Ländern des Euroraums ist daher zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht möglich.
4. Die Auswertung der Einzelpreisdaten gibt keinen Hinweis auf eine grundsätzliche Preisrigidität im Falle von Preissenkungen. Etwa 40% aller Preisänderungen gehen mit einer Preissenkung einher. Entsprechende Studien zu Verbraucherpreisen in den USA berichten von einem Anteil der Preissenkungen von 45%. Innerhalb des Euroraums lassen sich wiederum große Unterschiede zwischen den Produkttypen beob-

achten. In den Bereichen Energie, Unverarbeitete Nahrungsmittel und Verarbeitete Nahrungsmittel ist der Anteil der Preissenkungen in etwa identisch mit dem der Preiserhöhungen. Im Bereich der Dienstleistungen hingegen stellen lediglich etwa 20% aller Preisänderungen eine Preissenkung dar. Eine mögliche Erklärung für diese starke Asymmetrie in der Preisentwicklung kann in dem hohen Anteil der Arbeitskosten bei der Erstellung von Dienstleistungen begründet sein. Dieses Ergebnis mag ebenso auf eine relativ stetige Lohnentwicklung zurückzuführen sein.

5. Durchschnittliche Preisänderungen, das gilt sowohl für Preiserhöhungen als auch für Preissenkungen, fallen im Vergleich zur aggregierten Preissteigerungsrate groß aus. Das gilt für alle Produkttypen mit der Ausnahme des Bereichs Energie. Im Durchschnitt sind Preiserhöhungen ähnlich groß wie Preissenkungen. Die beobachteten durchschnittlichen Preisänderungen entsprechen in etwa den ermittelten durchschnittlichen Preisänderungen entsprechender Studien für die USA. Produkte des Bereichs Unverarbeitete Nahrungsmittel weisen nicht nur relativ häufige, sondern auch relativ große Preisänderungen auf. Die sehr häufigen Preisänderungen im Bereich Energie fallen hingegen relativ klein aus. Die Verteilung der durchschnittlichen Preiserhöhungen unterscheidet sich dennoch von der Verteilung der durchschnittlichen Preissenkungen. Wohingegen durchschnittliche Preissenkungen zu einem großen Teil zwischen 15% und 5% liegen, entfällt ein Großteil der durchschnittlichen Preisanstiege auf das Intervall 2,5% bis 12,5%.
6. Die Auswertung der Einzelpreisdaten gibt keinen Hinweis auf einen hohen Grad an Synchronisierung von Preisänderungen für ein gegebenes Produkt. Das gilt auch für die Synchronisierung von Preisänderungen innerhalb eines Landes. Der Grad der Synchronisierung variiert zwischen den Ländern des Euroraums. Dies ist zum Teil auf die Unterschiede in der Größe der nationalen Märkte zurückzuführen. Empirische Untersuchungen belegen, daß ein geringer Grad an Synchronisierung auf nationaler Ebene mit einem relativ hohen Grad an Synchronisierung auf regionaler oder lokaler Ebene einhergehen kann.

Basierend auf den detaillierten Ergebnissen der entsprechenden länderspezifischen Studien stellt die Analyse länderübergreifende Gemeinsamkeiten in der

---

25 Vgl. Linnemann & Mathä (2005) für die entsprechenden Resultate für Luxemburg.

Preissetzung fest. Das Preissetzungsverhalten ist demnach Funktion von sowohl zeitabhängigen, als auch situationsabhängigen Faktoren.

Einerseits weist zum Beispiel die relative Häufigkeit von Preisänderungen eine deutliche Saisonfigur auf. Das gilt auch innerhalb von Sektoren, in denen Nachfrage- und Angebotsbedingungen nur geringfügigen saisonalen Schwankungen unterliegen. Preisänderungen treten verstärkt zu Jahresbeginn (das gilt in besonderem Maße für den Bereich der Dienstleistungen) sowie im Anschluß an die Sommermonate auf. Darüber hinaus verzeichnet die bedingte relative Häufigkeit von Preisänderungen („hazard rate“) besonders hohe Werte nach einer Verweildauer von 12 Monaten und in regelmäßigen Abständen von 12 weiteren Monaten.

Andererseits haben zum Beispiel aggregierte und sektorale Preissteigerungsraten einen Einfluß auf die Frequenz von Preisänderungen. Eine Paneeldatenauswertung auf der Grundlage des 50-Produkte-Korbs bestätigt einen positiven Einfluß der Inflation auf die Frequenz einer Preiserhöhung sowie einen negativen Einfluß auf die Frequenz von Preissenkungen. Darüber hinaus ist auch die Volatilität der Preissteigerungsdynamik für die relative Häufigkeit von Preisänderungen mitbestimmend. Ferner weisen die Ergebnisse auf eine zügige Anpassung von Preisen im Falle einer Veränderung der indirekten Steuern sowie der Faktorkosten hin. Veränderungen der indirekten Steuern sowie ein Anstieg der Lohnkosten führen regelmäßig zu einem vorübergehenden Anstieg der relativen Häufigkeit einer Preisänderung.

Die Auswertung des 50-Produkte-Korbs offenbart ferner eine geringere Häufigkeit von Preisänderungen im Falle von administrierten und attraktiven Preisen (zum Beispiel € 4,99) und Unterschiede in den relativen Häufigkeiten von Preisänderungen zwischen verschiedenen Typen von Einzelhandelsgeschäften. Schließlich ist ein Anstieg der Frequenz von Preisänderungen im Zuge der Euro-Bargeldeinführung zu beobachten. Die Koexistenz von Firmen mit zeitabhängiger Preissetzung und solche mit situationsabhängiger Preissetzung findet Bestätigung in den Ergebnissen der Firmenerhebungen zum Preissetzungsverhalten im Euroraum.

### 2.3.2 Die Analyse anhand von Firmenerhebungen

Um die Hintergründe für eine verzögerte Reaktion der Preise auf Zinssignale zu erfahren, kommt man nicht

umhin, die Firmen direkt zu befragen. Im Rahmen des Forschungsnetzwerkes zur Inflationspersistenz haben 8 nationale Zentralbanken Firmenerhebungen zum Thema der Preisgestaltung der Firmen unternommen<sup>26</sup>. Während 2003 und 2004 wurden insgesamt über 11.000 Firmen im Europäischen Währungsgebiet befragt und gebeten, zu Ihrem Preissetzungsverhalten Stellung zu nehmen. Alle Fragen bezogen sich auf das Hauptprodukt des jeweilig befragten Unternehmens. Gegenstand der Befragung war weiterhin entweder der Hauptabsatzmarkt oder heimische Markt des Unternehmens, welche vorwiegend übereinstimmten.

1. Die Firmen gaben überwiegend an, die Preisgestaltung autonom zu bestimmen. Nur ein Bruchteil der befragten Firmen antwortete, Ihre Preise würden von dem Mutterkonzern, staatlicher Stelle oder anderweitig bestimmt. Ferner erfolgt die Preissetzung der Firmen gewöhnlich auf Grundlage einer Grenzkostenaufschlagskalkulation<sup>27</sup>. Ungefähr 80% aller Firmen gaben an, Ihre Preise entweder von Fall zu Fall oder in Abhängigkeit von der verkauften Menge zu variieren. Dies legt die Schlußfolgerung nahe, daß die meisten Firmen sich nicht in einer Marktsituation der vollkommenen Konkurrenz befinden. Ein mit diesen Ergebnissen konformes mikroökonomisch gestütztes Preissetzungsmodell ist folglich eher mit den Annahmen der monopolistischen Konkurrenz vereinbar, als mit den modelltheoretischen Annahmen vollkommener Märkte.
2. Ein struktureller Faktor für unterschiedliches Preissetzungsverhalten der Unternehmen scheint im Konkurrenzdruck der Firmen begründet zu sein. 30% der Firmen gaben an, ihre Preisgestaltung an den Preisen der Konkurrenz auszurichten. Firmen, die in Märkten mit großem Konkurrenzdruck agieren, ändern Ihre Preise häufiger als Firmen, bei denen dies nicht der Fall ist. Zudem nimmt mit zunehmendem Konkurrenzdruck der Prozentsatz der Firmen ab, der Preise aufgrund einer Grenzkostenaufschlagskalkulation festsetzt. Der Konkurrenzdruck hat auch Auswirkungen auf die Dynamik der Preisanpassung. Der Prozentsatz der Firmen, der den Veränderungen der Preisgestaltung zu Grunde liegenden Kosten- und Nachfragefaktoren mit Preisanpassungen Rechnung trägt, nimmt mit zunehmendem Konkurrenzdruck zu.
3. Die Preissetzung der Unternehmen findet grundsätzlich in zwei Phasen statt. In der ersten Phase

<sup>26</sup> Eine französische Zusammenfassung der Studie der Luxemburgischen Zentralbank ist in diesem Bulletin abgedruckt.

<sup>27</sup> Unternehmen erheben einen Aufschlag auf Ihre Grenzkosten, um einen positiven Deckungsbeitrag zu erzielen.

werden aktuelle Preise überprüft. In der zweiten Phase werden die Preise gegebenenfalls angepaßt. Länderübergreifend läßt sich ein Median von 2 bis 3 Preisüberprüfungen pro Jahr ermitteln, während in fast allen Ländern das mediane Unternehmen den Preis maximal einmal pro Jahr ändert. Letzterer Wert ist geringer als der von Blinder et al. (1998) für US Firmen ermittelte Median von 1,4 Preisänderungen pro Jahr. Diese Ergebnisse stehen in Einklang mit den Ergebnissen der detaillierten Verbraucherpreisstudien. Übereinstimmend mit den Untersuchungen der Mikropreisdaten überprüfen und ändern Dienstleistungsunternehmen Ihre Preise weniger häufig als Firmen anderer Sektoren; Das Gegenteil ist der Fall für Einzelhandels- und Großhandelsunternehmen.

4. Die Ergebnisse der Firmenerhebung belegen weiterhin, daß Firmen im Europäischen Währungsgebiet sowohl zeit- als auch situationsabhängiges Preissetzungsverhalten anwenden. Ungefähr ein Drittel aller Firmen überprüft Ihre Preise in regelmäßigen Zeitintervallen, während das Preissetzungsverhalten der verbleibenden zwei Drittel der Firmen Elemente von Situationsabhängigkeit enthält. Obwohl die meisten Firmen auf eine große Fülle von vergangenheits- oder zukunftsbezogenen Informationen für Ihre Preisentscheidungen in Betracht ziehen, basiert dennoch ein Drittel aller Firmen Ihre Preisentscheidungen ausschließlich auf Grundlage von Informationen der Vergangenheit.
5. Obwohl es in der ökonomischen Literatur in jüngster Vergangenheit mehrere neue theoretische Ansätze gab, vorhandene Preisrigiditäten zu erklären, konnte ihr Bedeutung jedoch bisher häufig nicht empirisch überprüft werden. Die Firmenerhebungen untersuchten explizit, welche Theorien für Unternehmen von Bedeutung sind. Für alle untersuchten Länder gilt, daß explizite und implizite Verträge mit Kunden, sowie der Mangel an Koordinationsfähigkeit bei Preisanpassungen, die Erklärungsansätze mit dem höchsten Zuspruch der Unternehmen darstellen. Diese Ergebnisse stehen in Einklang mit der Kundenstruktur der befragten Unternehmen. 70% der Firmen gaben an, hauptsächlich langfristige Bindungen zu Ihren Kunden zu pflegen. Großer Zuspruch findet auch die Aussage, daß Kosten sich in nur sehr geringem Ausmaße in der Abhängigkeit der Wirtschaftslage verändern. Der häufig zitierte

Menukostenansatz (betrifft physische Kosten der Preisänderung, wie Druckkosten für neue Preislisten) stellt im Durchschnitt für Firmen dagegen keinen wichtigen Grund dar, Preise nur geringfügig oder gar nicht anzupassen. Ähnlich unbedeutend sind die Kosten der Informationsbeschaffung sowie attraktive Schwellenpreise. Diese Ergebnisse belegen demnach, daß die beobachtete Rigidität der Preise in erster Linie auf die aktuelle Preisanpassung, nicht hingegen auf die Preisüberprüfung zurückzuführen ist.

6. Firmen reagieren asymmetrisch auf Schocks. Die Reaktion hängt sowohl von der Ursache als auch von der Richtung des Schocks ab. Die Firmenerhebungen offenbaren, daß Kostenveränderungen den hauptsächlichsten Grund für Preisanpassungen darstellen, während Veränderungen der Nachfrage oder des Konkurrenzdrucks die treibenden Faktoren für Preissenkungen darstellen. Preise scheinen auch flexibler nach unten als nach oben zu sein, wenn es sich um nachfrageseitigen Schocks handelt, während das Gegenteil der Fall ist bei angebotsseitigen Schocks.

Die Auswertung der Verbraucherpreisstudien und der Firmenerhebungen ergeben wichtige Kriterien zur Beurteilung von mikroökonomisch gestützten Preissetzungsmodellen für den Euroraum. Insbesondere lassen die beobachteten sektoralen Unterschiede und der Einfluß der Konkurrenzsituation vermuten, daß makroökonomische Modelle, die ausdrücklich sektorale Unterschiede zuließen, unser Verständnis des Inflationsprozesses sowie der Schwankungen in der wirtschaftlichen Aktivität verbesserten. Sektorale Unterschiede könnten in dieser Hinsicht gegebenenfalls auch mit unterschiedlichen Marktformen kombiniert werden.

Die Tatsache, daß ein Drittel aller Firmen seine Preisentscheidung ausschließlich auf der Grundlage von Informationen der Vergangenheit basiert, stellt eine wichtige Information für die Erklärbarkeit der Inflationspersistenz im Euroraum dar und ist eine Herausforderung für die mikroökonomisch gestützten Preissetzungsmodelle, die sich auf den Neuk Keynesianischen Ansatz mit ausschließlich zukunftsorientierten Preisentscheidungen berufen. Neuere hybride Ansätze hingegen erlauben sowohl vergangenheitsorientiertes als auch zukunftsorientiertes Handeln der Firmen, und sind somit leichter mit den Ergebnissen der Firmenerhebungen in Einklang zu bringen.

## Referenzen

Bils, M. and P. Klenow (2004): "Some Evidence on the Importance of Sticky Prices", in *Journal of Political Economy*, Vol. 112, Nr. 5, S. 947-985.

Blinder, A.S., E. Canetti, D.E. Lebow and J.B. Rudd (1998): *Asking About Prices: A New Approach to Understanding Price Stickiness*, Russell Sage Foundation, New York.

Dhyne, E., L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünnemann, F. Rumler and J. Vulminen (2005): "Price Setting in the Euro Area: Some Stylised Facts from Individual Consumer Price Data", *EZB Arbeitspapier* Nr. 524.

Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupiaz, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl, A. Stokman (2005): "The Pricing Behaviour of Firms in the Euro Area: New Survey Evidence", *EZB Arbeitspapier* Nr. 535.

Lünnemann, P. and T.Y. Mathä (2005): "Consumer Price Behaviour in Luxembourg: Evidence From Micro CPI data", *BCL Arbeitspapier* Nr. 17.

## 2.4 COMPORTEMENT DE FIXATION DES PRIX: RÉSULTATS D'UNE ENQUÊTE AUPRÈS DES ENTREPRISES LUXEMBOURGEOISES<sup>28</sup>

La rigidité nominale est une source potentiellement importante de la non-neutralité de la monnaie à court terme. Afin d'étudier le degré d'éventuelles rigidités nominales au Luxembourg ainsi que les facteurs explicatifs, la BCL a déjà procédé à une analyse des prix de détail à la consommation. Parallèlement à cette étude, basée sur environ 380 000 prix individuels (voir le Bulletin 2003/05 de la BCL pour un résumé non-technique), la BCL a recueilli des informations complémentaires de nature essentiellement qualitative en organisant auprès des entreprises luxembourgeoises une enquête spécifique sur leur comportement en matière de fixation des prix. Une telle enquête fournit des pièces d'information complémentaires à l'analyse des prix individuels à la consommation, telles que la motivation sous-jacente à la fixation des prix ainsi que les obstacles à un ajustement plus rapide des prix.

Cette étude expose les principaux résultats d'une enquête menée auprès d'environ 1 100 entreprises luxembourgeoises vers la fin de l'année 2004. L'enquête a porté principalement sur les entreprises de plus de cinq salariés issues des secteurs de la construction, de l'industrie, des services et du commerce. Elle a été réalisée sur un échantillon spécifique, déterminé en fonction de la taille et du secteur de l'entité, de manière à représenter la population des entreprises au Luxembourg tout en assurant un nombre suffisant de réponses. L'enquête portait sur les structures du marché et sur l'environnement concurrentiel ainsi que sur les éléments clés de la fixation des prix, tels que la fréquence d'examen et de changement des prix, le recours à un examen des prix en fonction du moment et/ou en fonction de la situation, l'information utilisée lors de la fixation des prix ainsi que les obstacles à un ajustement des prix. Globalement, le taux de réponses a été d'environ 32%. L'enquête portait sur la formation du prix du produit principal sur le marché luxembourgeois. Environ 87% des entreprises ont répondu que le marché luxembourgeois était le marché principal de leur produit principal.

Pour ce qui concerne l'environnement concurrentiel, environ 60% des entreprises annoncent un nombre de concurrents supérieur à 10. En parallèle, la moitié des entreprises annonce que leur part de marché est inférieure à 5%. En matière de compétitivité, les entreprises

luxembourgeoises attacheraient la plus grande importance à la qualité de leur produit. Ce résultat s'applique à l'ensemble des secteurs indépendamment de la taille des entreprises (hormis les grandes entreprises de construction pour lesquelles le prix est le facteur le plus important). En matière de compétitivité, les entreprises attachent également une grande importance au prix de leur produit principal, alors que le délai de livraison, le degré de spécialisation ainsi que le service après-vente sont considérés comme moins importants. En outre, environ 50% des entreprises envisageraient d'augmenter de 5% et plus le prix de leur produit principal en l'absence d'un concurrent direct. La fraction des entreprises anticipant une augmentation importante de leur prix (c'est-à-dire 10% et plus) en l'absence d'un concurrent direct est particulièrement élevée au sein des petites et moyennes entreprises ainsi qu'au sein du secteur des services.

Presque 80% des entreprises luxembourgeoises fixent leurs prix de manière autonome. Alors que pour 8% des entreprises le prix du produit principal est fixé par le groupe, environ 5% des entreprises répondent que leurs prix sont fixés par une institution publique. L'enquête révèle que la discrimination par le prix est une pratique courante au Luxembourg. Environ deux tiers des entreprises luxembourgeoises déterminent leurs prix en fonction de la quantité vendue (mais selon une liste de prix uniforme) ou au cas par cas. Cette discrimination par les prix est très souvent utilisée dans le secteur de la construction, alors que les entreprises de services et de commerce adoptent souvent une stratégie de prix unique.

Seulement 20% des entreprises revoient leurs prix à des intervalles fixes et sans tenir compte de la situation économique (réévaluation des prix en fonction du moment). Par contre, environ la moitié des entreprises luxembourgeoises procèdent principalement à une réévaluation des prix en fonction de la situation économique. Les autres entreprises revoient leurs prix non seulement à des intervalles spécifiques, mais aussi si le contexte économique les y incite. Le recours aux modes de fixation des prix à la fois en fonction du moment et en fonction de la situation confirme les résultats de l'analyse des prix à la consommation individuels au Luxembourg<sup>29</sup>.

28 Cette étude, rédigée par P. Lünemann et T. Mathä, a été rendue possible grâce à la mise à disposition des données relatives aux entreprises luxembourgeoises par le STATEC que nous tenons à remercier chaleureusement.

29 Voir Lünemann et Mathä (2005): «Consumer Price Behaviour in Luxembourg: Evidence From Micro CPI data», Banque centrale du Luxembourg Cahier d'études N° 17.

Lors du réexamen des prix, étape qui précède une modification éventuelle, le recours à des données qui concernent le contexte économique passé peut constituer une source de persistance de l'inflation. Ainsi, les entreprises ont été interrogées sur les informations utilisées dans le cadre du processus de fixation des prix à l'occasion de l'ajustement des prix le plus récent. Alors qu'un tiers des entreprises s'est basé sur un large éventail d'informations concernant tant le contexte économique présent que passé, un pourcentage équivalent avait recours à un panel de données qui concernaient le contexte présent ou le contexte futur attendu. Le reliquat se compose d'entreprises ayant recours à des règles prédéfinies. En général, le recours aux données qui concernent le contexte présent ou passé se vérifie plus souvent au sein des petites entreprises.

Environ 76% des entreprises luxembourgeoises réévaluent leurs prix quatre fois par an ou moins alors qu'environ 24% procèdent à une réévaluation de leurs prix avec une fréquence mensuelle ou supérieure. Globalement, l'entreprise luxembourgeoise médiane ne réévalue ses prix que deux fois par an. Ceci s'applique à l'ensemble des secteurs hormis celui du commerce (fréquence médiane de réévaluation: 4 fois par an). Les réévaluations de prix sont plus fréquentes que les modifications de prix, étant donné que des coûts spécifiques supplémentaires sont liés à ces dernières. Globalement, une majorité d'entreprises luxembourgeoises change le prix de leur produit principal au plus deux fois par an. Il s'avère que la fréquence avec laquelle les entreprises changent leurs prix diffère considérablement selon le secteur considéré. Alors qu'au sein des secteurs de la construction et du commerce les entreprises font preuve d'une fréquence de modification relativement élevée, au sein des secteurs de l'industrie et des services uniquement environ 15% des entreprises modifient leurs prix plus de deux fois par an.

Le questionnaire vise aussi à identifier des asymétries éventuelles au niveau de la fixation des prix. Plus spécifiquement, les entreprises ont été interrogées sur la façon

dont elles réagissaient suite à une hausse/baisse de leurs coûts ou de la demande. Les entreprises ont déclaré qu'une augmentation des coûts salariaux constituait la source la plus importante d'une augmentation de prix. D'autres sources d'augmentation seraient un accroissement des coûts autres que salariaux ainsi que l'échéance d'une nouvelle tranche indiciaire. En outre, les diminutions de prix seraient principalement le résultat de prix en recul chez la concurrence ainsi que d'une réduction des coûts salariaux. L'enquête montre que la rapidité avec laquelle les entreprises luxembourgeoises réagissent à un choc est fonction non seulement du type du choc, mais aussi fonction de son orientation à la hausse ou à la baisse. Il s'avère qu'une augmentation des coûts de production entraîne une progression relativement rapide du prix, alors que les entreprises hésitent à augmenter leur prix suite à une hausse de la demande. D'ailleurs, il semble que les entreprises luxembourgeoises réagissent plus rapidement à une hausse des coûts/de la demande qu'à une baisse de ces mêmes coûts/de la demande.

L'enquête cherchait également à identifier les sources de la rigidité des prix. A cette fin, le questionnaire contenait une liste de facteurs potentiels qui entravent les adaptations de prix. Au Luxembourg, les facteurs de rigidité des prix les plus pertinents sont les contrats implicites avec les clients (engagements de fait à ne pas modifier les prix), une courbe des coûts marginaux plate (ce qui implique qu'il y a peu d'incitation à adapter les prix tout au long du cycle conjoncturel) ainsi que les contrats explicites (le prix est fixé pour une durée fixe et ne peut être modifié avant le terme défini). En dépit de leur rôle important au sein de la théorie économique, certaines explications (telles que le recours à des prix psychologiques et les coûts perçus principalement comme ceux de changement de catalogues) figurent parmi les plus mal notées.

Les résultats de cette enquête qualitative constituent un complément indispensable aux études plus quantitatives menées tant sur la pratique de fixation des prix, que sur l'ampleur et les causes de la rigidité des prix.

## 2.5 L'IDENTITÉ DE FISHER ET L'INTERACTION ENTRE L'INFLATION ET LA RENTABILITÉ DES ACTIONS: L'IMPORTANCE DES RÉGIMES SOUS-JACENTS AUX MARCHÉS BOURSIERS<sup>30</sup>

L'objet de la présente analyse est le réexamen de la problématique relative à la relation empirique entre la rentabilité des actions<sup>31</sup> et les anticipations d'inflation. Le fondement théorique à notre analyse est l'identité de Fisher. Cette dernière stipule que le taux nominal de la rentabilité d'un actif financier, tel que les actions, est égal à la somme de l'inflation anticipée et du taux réel de rentabilité de l'action. Cette identité est basée sur deux hypothèses. La première est relative à l'efficacité du marché des actions; tandis que la seconde stipule que les taux réels de rentabilité sont déterminés par des facteurs réels et qu'ils sont ainsi indépendants des anticipations inflationnistes. Par conséquent, les taux nominaux de la rentabilité des actions pourraient être utilisés par les autorités monétaires en tant qu'indicateur avancé de l'inflation et comme source d'information pour les décisions de politique monétaire. Or, de multiples travaux empiriques dédiés à la vérification de cette identité révèlent que la relation entre la rentabilité des actions et les différentes composantes de l'inflation à savoir l'inflation ex-post, l'inflation anticipée et/ou non anticipée est opposée à celle reflétée par l'identité de Fisher. Autrement dit, les actions n'offrent aux investisseurs aucune protection contre l'inflation et la variation de leurs prix n'apporte aux autorités monétaires aucune information sur les anticipations inflationnistes des acteurs du marché.

En adoptant un modèle issu de la combinaison de la théorie de la demande de la monnaie et de la théorie quantitative de la monnaie, Eugene Fama (1981)<sup>32</sup> postule que la relation empirique négative entre les taux nominaux de la rentabilité des actions et l'inflation n'est que le reflet du lien négatif entre cette dernière et l'activité économique réelle. L'introduction d'une variable d'activité économique, tels que le taux de croissance du PIB ou de la production industrielle dans les régressions, se traduirait par des résultats conformes à l'identité de Fisher. Ainsi est née l'hypothèse dite proxy de Fama et une multitude d'études justifient leurs résultats empiriques par cette hypothèse.

Geske et Roll (1983)<sup>33</sup> ont relâché l'hypothèse de Fama relative au caractère exogène de l'offre de la monnaie.

Ils ont proposé un modèle de causalité inversée selon lequel la relation de causalité pourrait aller de la rentabilité des actions à l'inflation et non pas l'inverse.

Kaul (1987)<sup>34</sup> fut le premier à apporter une explication alternative à la thèse de Geske et Roll. La thèse de Kaul attribue au caractère procyclique ou contracyclique de la politique monétaire un rôle central dans l'explication de la relation de causalité inversée entre la rentabilité des actions et l'inflation. Son modèle tient compte à la fois des facteurs de la demande introduits par Fama et des facteurs de l'offre de monnaie préconisés par Geske et Roll. Cependant, au lieu de considérer la politique monétaire comme un outil de financement des déficits publics, Kaul opte pour une présentation selon laquelle les banques centrales poursuivent des politiques monétaires soit pro-cyclique soit contra-cycliques. Kaul concédait que l'explication de la relation de causalité inversée proposée par Geske et Roll cadre avec un régime de politique monétaire contra-cyclique. Ainsi, l'interprétation de Kaul laisse penser que la relation entre l'inflation et la rentabilité des actions n'est nullement figée. En période de politique monétaire procyclique, il est donc envisageable que les taux nominaux de la rentabilité des actions soient liés positivement à l'inflation anticipée.

Il y a lieu de noter que la plupart des travaux empiriques relatifs à l'analyse de la relation de l'inflation et de la rentabilité des actions ne tiennent pas compte de l'instabilité temporelle de cette relation dont l'origine peut être attribuée à l'émergence de bulles spéculatives et/ou à des fluctuations non-dictées par les fondamentaux. La progression énorme des prix des actions et de la plupart des indices boursiers européens durant la période 1999-2001 et leur brutale chute qui a suivi suscitent de sérieux doutes quant à la stabilité empirique de la relation entre l'inflation ou ses composantes et les taux nominaux de la rentabilité des actions. C'est pourquoi, notre analyse propose l'introduction d'une dimension supplémentaire, qui est la pluralité des régimes sous-jacents à la rentabilité boursière, dans les estimations préconisées par Fama et par Geske et Roll. Les estimations obtenues sur des données relatives à

30 Cette note est un résumé non technique d'une étude réalisée par Abdelaziz Rouabah.

31 Le taux de rentabilité totale d'un indice boursier s'explique par deux sources de revenus. La première est le rendement (le rapport du dividende versé à la valeur de l'indice). La seconde est la plus-value, c'est-à-dire la variation du cours par rapport à son niveau de la période précédente. Etant donné la non-disponibilité de séries complètes relatives à la rentabilité totale des indices DJE sto:x et LuxX, les taux de rentabilité sont approchés par la différence première du logarithme des indices boursiers.

32 Fama, E.F. (1981): *Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money*. American Economic Review, September, pp. 545-565.

33 Geske, R. et R. Roll (1983): *The Fiscal and Monetary Linkage between Stock returns and Inflation*. Journal of Finance n° 1, March, pp.1-33.

34 Kaul, G. (1987): *Stock returns and inflation: The role of the monetary sector*, Journal of Financial Economics, n° 18, pp. 253-276.

la zone euro et au Luxembourg sont plutôt en faveur du postulat de Fisher. Autrement dit, les actions offrent une protection contre l'inflation et l'évolution de leur prix serait susceptible d'être adoptée par les banques centrales en tant qu'indicateur des attentes inflationnistes des acteurs du marché des actions.

Parmi les différentes spécifications estimées, deux régressions mettent en évidence l'existence d'une relation de causalité inversée entre les taux nominaux de la rentabilité de l'indice DJE stoxx et les anticipations inflationnistes<sup>35</sup> des agents économiques au sein de la zone euro. Il y a lieu de souligner que contrairement aux résultats de Geske et Roll, ces estimations révèlent que le signe de cette relation de causalité inversée est positif. Ce résultat laisse présager que les actions sont susceptibles d'être utilisés en tant qu'indicateur avancé de l'inflation par les banques centrales dans leurs décisions de politique monétaire. De plus, ce résultat semble indiquer que l'activité réelle n'est nullement l'unique facteur explicatif des taux nominaux de la rentabilité des actions. L'inflation l'est aussi. Il est à noter que cette relation causale positive entre la rentabilité des actions et les variations des anticipations peut être attribuée à l'effet indirect de la richesse sur le niveau des prix à la consommation.

Quant aux résultats obtenus pour le Luxembourg, ils demeurent statistiquement non significatifs. En période de volatilité moins importante, les taux nominaux de la rentabilité des actions ne véhiculent aucune information sur les anticipations inflationnistes au Luxembourg. L'absence de lien entre l'inflation anticipée et les taux de rentabilité de l'indice boursier luxembourgeois durant les phases de faible volatilité laisse penser que la rentabilité de cet indice est dictée par d'autres facteurs relatifs à ces périodes. Il est par ailleurs intéressant de noter que l'inflation anticipée au Luxembourg est positivement corrélée au régime générateur de la rentabilité des actions durant les périodes de forte volatilité. En effet, les résultats issus des estimations tendent à confirmer que l'inflation anticipée au Luxembourg serait plus importante en période de volatilité élevée de l'indice boursier LuxX.

---

35 *En supposant que les anticipations sont rationnelles (prévisions parfaites), l'inflation anticipée est approchée par l'inflation observée en  $t+1$ .*

## 2.6 THE EUROSISTEM\*

### Summary

The Eurosystem is composed of the European Central Bank (ECB) and the national central banks (NCBs) of the Member States whose currency is the euro.

Since the introduction of the euro in 1999, the term "Eurosystem" has been widely used, especially in central bank publications.

The Maastricht Treaty introduced the very innovative concept of the European System of Central Banks (ESCB) but this concept remains ambiguous as it does not distinguish, between the ESCB in its enlarged composition, including the NCBs of all Member States, and the ESCB in its Eurosystem composition acting as an effective central bank for the euro.

The Constitution signed in October 2004 maintains the ESCB but also introduces and defines the concept of the Eurosystem.

In this contribution, the Eurosystem is presented as a unique European public body, organised according to two general organisation principles: its federal character and its independence.

In a second part, some legal developments are presented relating to Eurosystem activities during the last six years.

The paper concentrates on outlining the legal reality of the Eurosystem in both its institutional and operational aspects.

### Introduction

The creation of the European System of Central Banks (ESCB) represents a remarkable institutional innovation of the Maastricht Treaty. However, in contrast to the ESCB, the concept of the Eurosystem is not defined by either the Treaty establishing the European Community ("the Treaty") or the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank ("the Statute").

The Eurosystem has only existed since January 1999, when the euro was introduced in the new euro area (composed at that time of 11 Member States). The ESCB was created in the previous year (on 1 June 1998), and

comprised the European Central Bank (ECB) and one new national central bank<sup>1</sup> created on that same day, together with the 14 existing national central banks (NCBs) of the European Union (EU) Member States.

The underlying *raison d'être* of these two new concepts is derived from the coexistence within the EU of Member States whose currency is the euro, and Member States with a derogation or an exemption, in which the new currency of the Union was not introduced. This imbalance is corrected by the fact that for most purposes in the Statute, the term "national central banks" means the central banks of the euro area Member States; the NCBs of the Member States with a derogation are in principle excluded from Eurosystem operations.

The term "Eurosystem" has been used from the beginning of the third stage of Economic and Monetary Union (EMU) not only in communication documents, but also in many legal acts of the ECB, including its Opinions concerning European and national legal acts<sup>2</sup>. The paradox is that the Eurosystem is systematically referred to in official European, especially central banking, publications without a precise legal basis.

The new Constitution for Europe<sup>3</sup> formally defines the term Eurosystem as follows:

"The Eurosystem, which comprises the European Central Bank and the national central banks of the Member States whose currency is the euro, is the monetary authority of the euro area."<sup>4</sup>

This contribution aims to provide some answers to a number of simple questions. The first general question is to establish whether a system may have a life of its own: is such a system a legal reality, or does it purely exist through its components? If the former is true, what are the specific differences between the Eurosystem and the ESCB in the European monetary legal order, and if the latter is the case, is this new formula merely of a symbolic or cosmetic nature, rather than representing an addition of substance? The goal of this contribution is to present the Eurosystem as an institutional and operational reality.

\* *Reproduction of a contribution, by Etienne de Lhoneux, published by the ECB in the book "Legal aspects of the European System of Central Banks" Liber Amicorum Paolo Zamboni Garavellit, ECB, 2005. The views expressed buy the author, who is Secretary general of the BCL, do not necessarily reflect those of the Banque centrale du Luxembourg.*

1 *According to Article 1.2 of the Protocol on the Statute, "the Institut monétaire Luxembourgeois will be the central bank of Luxembourg"; in consequence the Banque centrale du Luxembourg (BCL) was created on 1 June 1998 by the Law of 22 April 1998, replaced by the law of 23 December 1998; see: E. de Lhoneux, O. Partsch, I. Schmit and E. Simoes Lopes: "La Banque centrale du Luxembourg", in *Droit bancaire et financier au Luxembourg (Brussels: Larcier, 2004)*, Vol. I, pp. 73-114; and M. Palmer, "The Banque centrale du Luxembourg in the European System of Central Banks" (Luxembourg: Banque centrale du Luxembourg Publications, 2001).*

2 *The term was first introduced in the January 1999 ECB Monthly Bulletin.*

3 *Treaty establishing a Constitution for Europe, signed in Rome on 29 October 2004, OJ C 310, 16.12.2004, Article I-30 (1).*

4 *Also defined in the "Eurosystem Mission Statement" of 5 January 2005 adopted by the Governing Council, see the websites of the ECB and the NCBs of the Eurosystem.*

## 2.6.1 The Eurosystem as an institutional concept

### 2.6.1.1 The Eurosystem as an EU body

The Treaty<sup>5</sup> defines the ESCB by its tasks, objectives and components, but not by its nature. The ESCB is not formally recognised as an EU institution<sup>6</sup>. As it was established on the basis of Article 108, it is an EU constitutional body<sup>7</sup>. The ESCB has no legal personality<sup>8</sup>; as a public body, a quasi-institution, it has to perform the tasks imposed on it by the Treaty.

An equivalent status should apply to the Eurosystem, which comprises a substantial part of the ESCB.

#### 2.6.1.1.1 The ESCB and the Eurosystem

The ESCB concept was agreed during the Intergovernmental Conference (IGC) negotiating the Treaty, but without a clear definition. The desire to introduce some kind of federal dimension to the new monetary power seems to have been the driving force behind this spectacular but mysterious institutional innovation. The ESCB was conceived to avoid the abrupt setting up of a new centralised European bureaucracy, to prevent the devastating social effects of an imposed merger of central banks, and to ensure the decentralisation principle<sup>9</sup>. The ESCB is designed to achieve the “checks and balances”<sup>10</sup> which characterise the institutional framework of the EU.

Both the ESCB and the Eurosystem are systems which, until now, did not correspond to a formal definition in public law. The concept of a “system” may have been commonplace for a long time in academic discussions on cybernetics or political science, but it has only recently made its appearance in legal texts<sup>11</sup>. In central banking terminology, this concept is mainly used by economists, as in for instance the notion of a “financial system” as mentioned in various central bank publications; this phrase is used as a broad concept, which includes markets, institutions and infrastructure.

In Community financial law, a system has in the field of payment and securities settlement been defined as “a formal arrangement [...] governed by the law [...]”<sup>12</sup>. Such arrangements not only cover technical operating systems, but also include regulatory provisions.

The political intention to set up a system was clear, but the legal clarification remained ambiguous<sup>13</sup>. Legal experts of the former Committee of Governors noted in 1991 that: “the term “system” should thus be understood to describe the existence of the ECB and the national central banks as integral parts of the system, governed by a common set of rules and committed to the objectives of and tasks assigned to it.”

The system cannot be limited to the sum of its components. It has its own existence and its own functioning which have enabled it to assume its role and set up its

5 Article 107 of the Treaty and Article 1.2 of the Statute.

6 Under the new Constitution Article I-30, the ECB will be ranked among the “other institutions”; the same quality may apply to the Eurosystem itself as far as the ECB together with the NCBs are an integral part of it; the Eurosystem, as the encompassing entity, is considered to be “over” its components.

7 See in particular R. Smits, “The European Central Bank: Institutional aspects” (The Hague: Kluwer Law International, 1998).

8 This in itself is not unusual; none of the EU institutions has its own legal personality. It can be assumed that the Eurosystem may engage the EU when acting in its own field of competence. As it has a similar statute to that of the EU institutions, it may engage the legal personality of the Community when acting in the international field; for its operational tasks, the Eurosystem will rely on the legal personality of its components, namely the ECB and the NCBs.

9 The larger NCBs are currently engaged in restructuring plans affecting thousands of jobs. So far the social conditions of the staff of the Eurosystem’s central banks have not been harmonised.

10 See C. C. A. van den Berg’s recently published thesis, *The Making of the Statute of the European Central Banks - An Application of Checks and Balances* (Amsterdam: Vrije Universiteit Amsterdam, 2004). The concept of a system had previously been proposed by influential authors, see in particular J. V. Louis et al., *Vers un système européen de Banques centrales* (Brussels: Université de Bruxelles, 1989), but their proposals were more focused on the ECB as the core element of the proposed system; the Committee of Governors and subsequently the IGC preferred to replace the ECB by the ESCB in various provisions. Interestingly, Smits presents the ESCB extensively but under the title *The European Central Bank: Institutional Aspects*, op. cit.

11 The success of the European Monetary System (EMS) since 1979 may have contributed to the positive acceptance of the concept. It would be misleading to consider that the US Federal Reserve System was the envisaged model; the drafters of the Statute focused their attention on a basic uniform model provided in Europe by what appeared at the time to be the most successful central banks. Paradoxically, the central bank is a centralised institution in all the EU Member States.

12 See Article 2 of Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L 166, 11.06.1998, p. 45.

13 The Delors Report states that “Considering the political structure of the Community and the advantages of making existing central banks part of a new system, the [...] monetary policy-making of the Community should be organised in a federal form in (the) ESCB. This new System would have to be given the full status of an autonomous Community institution” (“Report on Economic and Monetary Union in the European Community”, presented by the Committee for the study of economic and monetary union, under the direction of Jacques Delors, President of the European Commission, approved by the European Council in June 1989).

organisation. The system not only ensures the coexistence and coordination of the different entities which are part of it; it is also a system of action with common rules, rights and duties for its members, which have legal personality.

#### 2.6.1.1.2 The Eurosystem in the Constitution

Article I-30 of the Treaty establishing a Constitution for Europe<sup>14</sup> defines the Eurosystem in the following terms:

“The European Central Bank, together with the national central banks of the Member States whose currency is the euro, which constitute the Eurosystem, shall conduct the monetary policy”.

This is one of the few drafting changes in the monetary provisions of the Treaty. It was introduced by the IGC at the initiative of the ECB in its formal Opinion<sup>15</sup>. The Opinion states that:

“Under the acronym ‘ESCB’ two realities coexist. On the one hand, ESCB refers to the ECB and the NCBs of all the EU Member States. On the other hand, and by the effect of other provisions, ‘ESCB’ also refers to the ECB and the central banks of only those EU Member States which have adopted the euro. This second concept is different from the first, since it embodies the exclusive competence for defining and conducting monetary policy, including the issue and the overall management of the euro, the management of the official foreign reserves of the Member States that have adopted the euro, and promoting the smooth operation of payment systems. The actions required to implement this competence require a high degree of harmonisation of procedures, instruments and infrastructure, and a single decision-making body with regulatory capacity.

The EU Treaty has created these two realities by introducing in the EC Treaty and in the Statute a single concept without distinguishing which provisions apply to one composition or to the other. This legislative technique does not serve the aim of clarity and comprehension of the EC Treaty. In order to distinguish the second concept of ‘ESCB’, the Governing Council adopted and

has been using since 1998 the term ‘Eurosystem’ in its communications with the public. With a view to simplifying and making the Constitution more accessible for European citizens and, in so doing, to bringing the Union’s institutional framework closer to the general public, the ECB suggested that the historic reform that the draft Constitution represents would represent a suitable opportunity to introduce the term ‘Eurosystem’ into the Constitution”<sup>16</sup>.

The Constitution will also formally introduce the euro into primary law, definitively replacing the former denomination of the European Currency Unit, or ECU. It qualifies the euro as the “currency of the Union” (Article I-8), and provides that “European laws or framework laws shall lay down the measures necessary for the use of the euro as the single currency” (Article III-191).

Beyond its symbolic value (Article I-8), the euro is the key element of the EU monetary policy, and is listed as an exclusive Union competence for those Member States whose currency is the euro (Article I-13); it is established as the anchor of EMU (Article III-194). The concept of the “euro area” is only informally introduced in the Constitution via the expressions “the Member States whose currency is the euro” and the “participating Member States” (Articles I-13 and III-194)<sup>17</sup>. In so doing, the Constitution consecrates the already widely used concept of the Eurosystem.

However, the ambiguity of the Maastricht Treaty will not disappear with the entry into force of the Constitution, which does not clarify the status of the ESCB. If it recognises the Eurosystem as a distinct body, it does not make clear its concrete content vis-à-vis the ESCB, the ECB or the NCBs. No clarification is to be found in the ESCB/ECB Statute. The IGC has considered it inappropriate to adapt systematically the provisions of the Statute to indicate where the ESCB has to be read as the Eurosystem. In so doing, it follows the Opinion of the ECB<sup>18</sup>.

In Protocol No. 4, annexed to the Constitution, Article 1 (1) has been redrafted in order to define the ESCB in

<sup>14</sup> Signed in Rome on 29 October 2004; OJ C 310, 16.12.2004.

<sup>15</sup> Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the Draft Treaty establishing a Constitution for Europe, OJ C 229, 25.9.2003, p. 7.

<sup>16</sup> The drafting suggestion of the ECB has been changed by the IGC to avoid introducing the dubious expression “Member States which have adopted the Union currency, the euro” into the Constitution.

<sup>17</sup> There is no legal need for such a definition because the institutions of the Union automatically serve the euro area; the Eurogroup is the only specific case.

<sup>18</sup> Paragraph 14 of the ECB Opinion of 19 September 2003, last sentence, reads: “This terminological change will require a general provision indicating that ‘ESCB’ is to be read as ‘Eurosystem’ in those provisions of the Constitution that refer to tasks or functions related to the euro or to the Member States that have adopted the euro.”

the first sentence and the Eurosystem in the second, in accordance with Article I-30 of the Constitution<sup>19</sup>. The Constitution will also confer a constitutional value on the Eurogroup. The Eurosystem shall be associated with the Eurogroup<sup>20</sup>, but the relationship between the Eurogroup and the EU Council of Ministers of Economic Affairs and Finance (ECOFIN) is different from that between the Eurosystem and the ESCB. The Eurogroup remains basically an informal meeting that does not interfere in the competence of the formal Council, ECOFIN, while the Eurosystem is the core of the ESCB. The General Council only contributes to the tasks of the Governing Council, which is the supreme decision-making body of the whole ESCB.

#### 2.6.1.2 The characteristics of the Eurosystem

The Eurosystem combines the two basic characteristics of the monetary authority of the European Union; by its nature, its composition and its functions, it is federal and independent in a specific way, as this paper will later demonstrate.

##### 2.6.1.2.1 The federal principle

Monetary policy is an exclusive competence of the Union. It is not however administered according to the classical model for most European policies, the well-known principle of indirect administration. Instead, it is operated directly throughout the entire euro area, with the participation of the NCBs forming an integral part of the Eurosystem.

The relationship within the ESCB/Eurosystem between the ECB and the NCBs should in no way be compared to the situation of the other EU institutions vis-à-vis corresponding national bodies. The relationship between the European Parliament and the national parliaments, the Council of the EU and the national governments or the European Court of Auditors and the national courts of auditors are very different from the relations between Eurosystem members.

Furthermore, it would be wrong to consider that on the one hand EU institutions are only subject to EU law, whereas on the other hand NCBs are only be subject to national law. The legal order of the EU is unique. It combines European rules, which are directly applicable and enjoy primacy, with national regulations. Both the ECB and the NCBs have to comply with a mixed set of rules, at both European and national level<sup>21</sup>.

The coexistence of 13 legal personalities inside the system is an element of heterogeneity together with the autonomy of management and action that is left to the discretion of each central bank, either at the centre or on the periphery. Basically the Eurosystem, governed by centralised decision-making bodies and acting as a single entity, assumes public tasks of general interest. The Eurosystem was not conceived as a group of commercial undertakings subject to competition law<sup>22</sup>. The rules of company law find no specific application. The ECB's shareholders' rights are not to be compared with those of shareholders in limited companies: there is no right of appointment to the Executive Board, no right to withdraw or to change the Statute. The Eurosystem is basically a concept of public law, but it can be adapted to private obligations through legal mechanisms such as co-ownership or solidarity.

The Eurosystem is unique, a sui generis institution created by the Treaty, but leaving a considerable degree of latitude for internal organisation and regulation to its decision-making bodies. In accordance with Article 107 (3), it "shall be governed by the decision-making bodies of the ECB which shall be the Governing Council and the Executive Board." In consequence, these decision-making bodies have a dual role, acting for the ECB as a legal entity but also competent vis-à-vis the whole Eurosystem (and the ESCB).

The Eurosystem has one supreme authority, the ECB Governing Council<sup>23</sup>; the latter has the remarkable power<sup>24</sup> to make regulations of general application similar to the regulations issued by the Parliament,

19 Article 1 "The European System of Central Banks" (title unchanged) states: "1. In accordance with Article I-30 (1) of the Constitution, the European Central Bank and the national central banks of those Member States whose currency is the euro shall constitute the Eurosystem."

20 In anticipation of the Constitution, a chairman for the Eurogroup has already been appointed for two years from 1 January 2005; the President of the ECB is invited to Eurogroup meetings, where it may be assumed that he then acts on behalf of the whole Eurosystem.

21 Indeed, even the ECB must, in some respects, comply with national regulations.

22 As a public service it does not appear as a commercial undertaking subject to competition law; the author considers that it would be inappropriate to compare the Eurosystem to a group of undertakings, and that the exclusion of its public tasks from competition law is not derived from the "single group doctrine".

23 See E. de Lhoneux, "Du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne", in *Mélanges en hommage à Jean-Victor Louis* (Brussels: Institut d'Etudes Européennes/Editions de l'Université Libre de Bruxelles, 2003), Vol. 2, pp. 239-57.

24 This power is used less in practice; only a few ECB Regulations have been formulated in the field of minimum reserves statistics and the balance sheet of monetary financial institutions and sanctions.

Council or Commission, which are directly applicable in the euro area. The Eurosystem contains elements of heterogeneity but also, in many ways, of unity. It conducts and applies a single policy; it has a single decision-making process; it has a single voice<sup>25</sup>; and it has a single working language<sup>26</sup>.

The NCBs are subject to the guidelines and the decisions adopted by the Governing Council as well as to the instructions of the Executive Board with a view to implementing them. It is generally agreed on the basis of Articles 12.1 and 14.3 of the Statute that the guidelines adopted by the Governing Council are binding only on Eurosystem members: usually the NCBs in the framework of the decentralisation principle, but also the ECB<sup>27</sup>.

According to Article 34.2 of the Statute, the opinions and recommendations of the Governing Council shall have no binding force. Nevertheless, they are legal acts to be respected by all Eurosystem central banks. It can even be argued that to the extent that the Governing Council, with the contribution of the General Council, adopts Opinions, these may not be circumvented, even by the central banks of non-participating Member States<sup>28</sup>.

The Governing Council shall remain the supreme ECB decision-making body of the enlarged European Union.

The modification of its voting rules in accordance with the new Article 10.2 of the Statute<sup>29</sup> will ensure its proper functioning in respect of the fundamental voting principle of "one member, one vote"<sup>30</sup>.

The Statutes of the NCBs have been only partly harmonised<sup>31</sup>, and the Statute purely contains basic common rules ensuring the smooth functioning of the decision-making process in the system.

Article 38 imposes a single regime of professional secrecy for "members of the governing bodies and the staff of the ECB and the national central banks". This regime allows for the exchange of confidential information inside the Eurosystem. It may impose "Chinese walls" between the ESCB and the Eurosystem, so that, for example, the documents of Eurosystem/ESCB Committees meeting in standard composition may not be circulated to the other members of these committees meeting in extended composition. On the basis of this Article, common rules for confidentiality, classification and management of documents are adopted<sup>32</sup>. The committees "shall assist in the work of the decision-making bodies of the ECB and shall report to the Governing Council via the Executive Board." Basically, these committees belong to the Eurosystem; they are composed of up to two members from each of the Eurosystem NCBs and the ECB, appointed by

25 See the various presentations of the Eurosystem communication policy in the ECB Monthly Bulletin, on the ECB website and in other ECB publications.

26 Which is English; certain facilities are provided for French, German and Italian; according to Article 17.8 of the Rules of Procedure of 19.2.2004 (referring to the principles of a Council Regulation determining the language to be used by the EEC of 15 April 1958, the ECB legal acts generally published in the Official Journal of the European Union, as well as the ECB official publications, are to be made available in the various national languages of the EU; the NCBs provide translation services to this end.

27 A good example is provided in the area of payment systems, one of the basic tasks of the Eurosystem. The TARGET 1 payment system, and the future TARGET 2, which should become operational in 2007, are both organised by a Guideline containing obligations for the ECB, which has a certain operational capacity in this area, as well as for the NCBs. An Agreement is concluded between all the ESCB central banks for the participation of the central banks of the Member States with a derogation or exemption. Nevertheless, this Agreement imposes on these central banks the responsibility to respect the same provisions as those of the Guideline; it is a mere "contrat d'adhésion" that is not individually negotiable.

28 The Governing Council is the supreme decision-making body not only of the Eurosystem but also, by virtue of Article 107.3 of the Treaty, of the ESCB as a whole. The General Council is only a decision-making body to a very limited extent.

29 As amended by the Decision of the Council meeting in the composition of the Heads of State or Government of 21 March 2003 on an amendment to Article 10.2 of the Statute, OJ L 83, 1.4.2003, p.66, after a Recommendation of the ECB on the basis of Article 5 of the Treaty of Nice.

30 The new Article 10.2 can be seen as a remarkable success for the Eurosystem, taking into account the particularly rigid framework given by Article 10.6; ECB President Duisenberg said during the Press Conference of 6 February 2003, presenting the Recommendation agreed unanimously by the Governing Council: "And I challenge anyone to come up with a model that is as transparent, as equitable and as simple as the one we have come up with." According to a well-informed commentator: "Mélant raison et audace, le nouveau mode de fonctionnement du conseil des gouverneurs concilie la nature fédérale de la BCE avec la préservation des équilibres existant entre les gouverneurs des BCN", in F. Allemand, "L'audace raisonnée de la réforme de la Banque centrale européenne", Revue du Marché commun et de l'Union européenne, No. 469 (2003), pp. 391-98.

31 See the Convergence Reports adopted originally by the European Monetary Institute (EMI) in 1998, then by the ECB in 2000, 2002 and 2004; these Reports imposed by Article 222 of the Treaty contain an assessment of the requirements and progress of legal convergence on the part of the Member States adopting the euro.

32 Confidential information may only be used for the performance of a public task at the origin of its collection; this speciality principle restricts the circulation of information inside the ESCB or the Eurosystem or even inside each central bank; so for instance, individual pieces of statistical information may not be used without specific legal provision for the performance of supervisory tasks. ECB documents are subject to confidentiality rules contained in Administrative circulars.

each Governor and the Executive Board respectively [...]”<sup>33</sup>. Additionally, “whenever it deals with matters falling within the field of competence of the General Council”, a committee will also include up to two staff members appointed by the non-participating NCBs (i.e. non-Eurosystem NCBs). They also may be invited “whenever the chairperson of a committee and the Executive Board deems this appropriate”<sup>34</sup>. The same rule applies for “representatives of other Community institutions and bodies and any other third party”<sup>35</sup>.

The documents of the committees are subject to the confidentiality rules of the ECB. Normally they may only circulate within the Eurosystem, as they are preparatory documents for the ECB decision-making bodies. After these bodies have taken their decision, they can be released by the ECB, in particular to the General Council members, by the President in accordance with Article 47.4 of the Statute and Article 6 of the Rules of Procedure of the General Council<sup>36</sup>.

It is also the President’s responsibility to organise the way in which the General Council shall contribute to the tasks of the ECB in accordance with the Statute. Basically, the draft measures for these specific tasks are submitted to the General Council for observation<sup>37</sup>.

#### 2.6.1.2.2 The independence of the Eurosystem

The ECB and the NCBs respectively are independent by virtue of the Treaty (Article 108) and in accordance with the Statute (Article 7) and the national legislation organising each NCB.

The ECB insisted on the recognition of the ESCB and Eurosystem in the institutional framework of Part I of the Constitution, and suggested a reference in the Constitution to the independence of the NCBs<sup>38</sup>. There are indeed good reasons to consider that the indepen-

dence regime affects the system as a whole, not only its entities that have legal personality. The independence of central banks contributes to the smooth functioning of the Eurosystem; the NCBs’ independence is therefore limited by their participation in the Eurosystem. The independence of the other central banks of the ESCB is also guaranteed, but has a very different meaning in the absence of their participation in the Eurosystem<sup>39</sup>.

The institutional, personal and functional aspects of independence have been extensively analysed and explained by the ECB<sup>40</sup>. The Convergence Reports addressed these issues before the entry of the new NCBs into the Eurosystem. However, the financial independence requirements after their entry, with the concept of the financial independence of the Eurosystem, still need to be defined concretely, although some aspects of this question have been addressed in recent ECB Opinions.

Article I-30 (3) of the Constitution provides that the ECB “shall be independent in the exercise of its powers and in the management of its finances”<sup>41</sup>. The financial independence of the NCBs and the Eurosystem is to be clarified on the basis of the Statute<sup>42</sup> in conjunction with their organic national provisions.

Each NCB has its own funds, resources and expenses expressed in its annual accounts established on the basis of national provisions and the standardising accounting and reporting rules established by the Governing Council on the basis of Article 26.4 of the Statute. No national contribution is imposed; the NCBs have to finance the subscription of the capital of the ECB – the initial subscription as well as the capital increases as determined by the Governing Council<sup>43</sup> – as well as the coverage of any eventual losses and the transfer of foreign reserve assets to the ECB.

33 Article 9 of the Rules of Procedure (RoP) of the European Central Bank, ECB Decision 2004/2 of 19 February 2004, OJ L 80, 18.3.2004, p. 33.

34 Article 9 of the RoP.

35 *Ibid.*

36 Decision of the ECB of 17 June 2004 to adopt the Rules of Procedure of the General Council of the European Central Bank, ECB Decision 2004/12, OJ L 230, 30.6.2004, p. 61.

37 See Article 6, *ibid.*

38 See Paragraph 11 of the ECB Opinion of 19 September 2003.

39 The subject of the independence regime of the “out” central banks lies outside the focus of this paper.

40 The types of independence are summarised in the legal chapters of the Convergence Reports of the ECB, following the first Convergence Report drawn up in 1998 by the EMI in accordance with Article 121 of the EC Treaty.

41 Nevertheless, the resources and expenditures of the ECB are part of the “financial interests of the Community” mentioned in Article 280 of the EC Treaty; CJEC, Case C-11/00 *Commission v European Central Bank* (2003) ECR I-7147, point 95.

42 The Governing Council has clarified elements of these aspects in some recent Opinions, in particular the ECB Opinion of 20 January 2004 at the request of the Economic Committee of the Finnish Parliament on the governmental proposal to amend the Suomen Pankki Act and other related acts (see the ECB’s website, [www.ecb.int](http://www.ecb.int), for more details).

43 Article 28.1 of the Statute.

By setting up the Eurosystem, the Treaty nevertheless imposes on each Member State the duty of ensuring that its NCB fully performs its tasks in that system.

The Statute<sup>44</sup> provides for the annual distribution among NCBs of the monetary income accruing to them from their performance of the Eurosystem's monetary policy. In turn, according to national law, their own benefits may be distributed to the respective Member States. The rule according to which "the national central banks are an integral part of the ESCB" (Article 14.3 of the Statute) also covers the financial assets of each NCB. If this were not so, the Eurosystem would be one of the weakest central banks in the world; this was surely not the vision of the founders of EMU.

The following aspects may be clarified concerning, respectively, budgetary autonomy, the protection of own funds, the distribution of profits and the protection of reserve assets with central banks. The accounting and reporting rules have to be harmonised in view of the financial statements, among other reasons<sup>45</sup>.

#### a) Budgetary autonomy

Each central bank preserves its budgetary autonomy: it decides its expenditures and allocates adequate funds to its provisions and reserves in order to ensure that its financial stability is secured and that its Eurosystem tasks are not endangered.

This is also the case with the ECB. Its yearly budget is adopted by the Governing Council, according to the normal voting procedure of one member, one vote. For obvious reasons of independence, the Statute does not include the approval of the budget among those financial provisions to be adopted by the shareholders by weighted voting.

On the other hand, the ECB may not impose charges in the budgets adopted by the NCBs in accordance with their national legislation and in excess of the revenues they receive from the ECB. The Statute organises the pooling of revenues and their redistribution to the NCBs.

For the ECB, specific arrangements are decided by the Governing Council, acting unanimously<sup>46</sup>. Eurosystem operations generate profits which are then redistributed, thus enabling the NCBs to finance their own participation in the Eurosystem. Specific compensation can be granted by the ECB for any specific costs that they incur<sup>47</sup>. In terms of specific tasks, such as payment systems, the costs of the Eurosystem shall be recovered by the customers or, if it is considered to be a service of general interest, shall be supported directly by the ECB budget or by the Eurosystem as a whole in accordance with the capital key determining the distribution of profits and the contribution to losses or charges.

#### b) The protection of own funds and the distribution of profits

The Eurosystem is deemed to make profits, most notably in the case of monetary operations, with the inclusion of the seigniorage income from banknote issuance, which is fundamentally profit-making. The annual profits of the central banks may be transferred to their shareholders (for the NCBs, the respective Member States; and for the ECB, the NCBs). However, the policy of provisioning and transfers to the reserve shall not be left entirely to the discretion of the shareholders in pursuit of their own financial interests. Moreover, each NCB has to ensure adequate provisioning. An NCB "should not be deprived of the opportunity of protecting itself against the erosion of the real value of its capital in the longer term"<sup>48</sup>. The ECB may also consider that the accounting rules to be established by the Governing Council in accordance with Article 26.4 of the Statute additionally cover provisioning measures at the NCB level.

It may be argued that the own funds of a Eurosystem central bank can be reduced through the sole intervention of national authorities.

The Treaty has established a system in which the shareholders are the final guarantors of the ECB, whose own funds are very limited. This is why the NCBs may be

---

<sup>44</sup> Article 32.

<sup>45</sup> See Articles 15 (Reporting requirements) and 26 (Financial accounts).

<sup>46</sup> See in particular the Decision of the ECB of 6 December 2001 on the issue of euro banknotes, ECB/2001/15, OJ L 337, 20.12.2001, p. 52, which contains in an annex the banknote allocation key since 1 January 2001, whereby the share of the ECB is fixed at 8% of the issued banknotes.

<sup>47</sup> For monetary policy functions, the Statute explicitly provides 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." (Article 32.4, No. 2).

<sup>48</sup> ECB Opinion of 20.1.2004, paragraph 11.

called on in the future to finance any capital increases of the ECB. The principle of stable capital for the ECB, with the possibility of increase – and the prohibition of reimbursement or decrease – is logically correlated with the same dynamics at the level of the participating NCB. Any other approach might imply the renationalisation of a Community body.

The assets and liabilities of each entity are affected by the rules of the system. The financial independence of each central bank is aimed at protecting the independence of the Eurosystem as such, in view of the performance of its tasks.

Each entity of the Eurosystem must be self-supporting; there is no reverse guarantee from the ECB to the NCBs.

In creating the Eurosystem and the ECB, the Treaty did not discharge the Member States of their obligation to create and maintain their own effective, stable and independent central bank. On the contrary, Article 1.2 of the Statute clearly states this commitment, in explicitly imposing on the only Member State without a central bank the obligation to create one<sup>49</sup>. In this sense “NCBs should be in a position to avail themselves of the appropriate means to ensure that their ESCB-related tasks can be properly fulfilled”<sup>50</sup>. This is why the Treaty does not authorise Member States to reduce unilaterally the financial means of their NCB; it can be argued that these means, even if they belong to the NCBs, are also part of the Eurosystem.

It should be noted that, for the national Treasuries, the right to receive NCB profits does not include the right to treat a reimbursement of capital as ordinary fiscal revenue for the year, i.e. a reimbursement of capital. The reduction of capital is not the attribution of a profit. It is equivalent to an element in the liquidation of the NCB. Such partial liquidation of an entity of the Eurosystem is contrary to the Treaty if it entails the risk that the NCB could be unable to fulfil its tasks; it is in any case subject to the opinion of the ECB, which may consider either that such a reduction requires its approval, or that it should invite the Commission to bring the case before the European Court of Justice. If the Member State in question is not allowed to receive credit from

its central bank, it could be argued that *a fortiori* it may not take over its central bank’s own funds.

The general line of argument whereby the risks of the NCBs have been assumed or dramatically diminished since the setting up of the Eurosystem may be contested. The Treaty does not guarantee any minimum profit for the NCBs. Situations of very low interest rates, decrease in the demand for banknotes or increased financial stability may not be considered as purely hypothetical. NCBs have to be prepared to act in the case of an emergency.

#### c) The protection of foreign reserve assets

The ECB considers that a law forcing an NCB to sell foreign reserve assets in order to pay its Member State shall be subject to its previous approval in accordance with Article 31.2 of the Statute<sup>51</sup>. Such approval has to be justified by reference to the exchange rate and monetary policies of the Community. In any event, the NCB must be able to transfer additional reserves according to Article 30 of the Statute.

It can be argued that with the introduction of the Eurosystem, several risks have diminished for the national monetary authorities. However, it would be wrong to consider that Member States are totally free to continue to determine the level of their foreign reserves. More fundamentally, the question of whether a Member State has the right to impose the sale of foreign reserve assets has to be answered in view of the basic Eurosystem task “to hold and manage the official foreign reserves of the Member States”. Article 31.2 refers to the management of these reserves. The “holding”, for its part, implies that these reserves should be maintained by the NCBs; it can be argued that any reimbursement to the respective Member States implies the need for authorisation by the Governing Council, which is the supreme decision-making body of the Eurosystem. One could consider that even if the Treaty mentions the “reserves of the Member States”, that is simply by reference to their origin or possibly to their beneficiaries in case of liquidation. Since the creation of the Eurosystem, these national reserves are also to be considered as “Eurosystem reserves”.

49 The Article states that “The Institut monétaire luxembourgeois will be the central bank of Luxembourg”. As this provision was implemented after 1998, it will be deleted according to the new version of the Statute annexed to the Treaty on the Constitution.

50 EMI Convergence Report 1998; this may also apply to the “out” NCBs, but in a different context.

51 Paragraph 11 of the ECB Opinion of January 2004 concerning Finnish legislation.

## 2.6.2 The Eurosystem as an operational concept

The Eurosystem started with an already defined monetary policy framework before the introduction of the euro in 1999; since then, other Eurosystem operations have been developed. An exhaustive overview implies a detailed analysis that would exceed by far the scope of this paper; however, some general considerations regarding the decentralisation principle and the organisation of activities may be helpful in presenting the Eurosystem.

### 2.6.2.1 The decentralisation principle

According to various Statute provisions, Eurosystem activities are carried out by “the ECB and national central banks”<sup>52</sup>. As a rule, each central bank has to be able to conduct all the basic Eurosystem operations, even if it may decide not to perform certain functions or to cooperate with other Eurosystem entities in the execution of specific tasks. At the same time, the Eurosystem does not allow competition among its members for services of general interest.

The general organisational principle of the Eurosystem is a preference for the decentralisation of activities inside the system. The Treaty’s preference for decentralisation is expressed in various provisions, but most clearly in Article 12.1 of the Statute. It is finally for the Governing Council to determine how, in practice, the operations shall be carried out. In most cases, centrally adopted decisions are implemented through the action of the NCBs.

The Governing Council has the general competence to define the modalities of decentralisation “to the extent deemed possible and appropriate”. The Treaty itself allows for a certain flexibility in the organisation of the Eurosystem and the division of labour between the ECB and the NCBs. One should of course not exaggerate the tensions present in any federal structure between the centre and the periphery. Some very pragmatic solutions exist, and the decentralisation model has proven to be flexible. The centralisation of some activities and even specialisation may be decided in respect of the general principle of equal treatment. All the NCBs within the Eurosystem are to be treated without discrimination or preference. Derogations to this principle are only possible on a voluntary basis. The application of internal rules such as guidelines and instructions taken

on the basis of Articles 12.1 and 14.3 of the Statute may not be left to the discretion of the addressee. No permanent opt-out may be allowed to NCBs for basic Eurosystem tasks. An NCB may not be authorised to apply national solutions forever, in derogation from the Eurosystem’s operational organisation, as this would introduce discrimination among NCBs and distort the uniform application of ECB decisions. Formal differentiation requirements need support in primary law (which appears very restrictive in that regard) or unanimous support at the level of the Governing Council.

It does not appear compatible with this rule to fix minimum quotas restricting *a priori* the number of participating NCBs. Similarly, it may be argued that a distribution of work inside the Eurosystem, for certain activities, making use of the capital key formula, is not in line with the rule of equal treatment. The capital key is confined by the Statute to the financial rights and obligations of the shareholders, and is not intended to provide a measure for the effective contribution of the NCBs to the Eurosystem. It should furthermore be remembered that other criteria are also used in the Treaty to differentiate some NCBs from the others – in particular, the three criteria for the new voting modalities in the Governing Council, as mentioned in the amended Article 10.2. Any fixed division of activities requires the unanimous agreement of the governors in so far as it implies an exceptional measure unforeseen in the Treaty, to be justified and accepted by all as specific circumstances.

The decentralisation principle should not be seen as a cost factor, but mainly as an efficient way of conducting operations with full respect for equal treatment and a level playing-field.

Flexibility is realised by the systematic use by the Governing Council of “guidelines”. These are obligatory for the NCBs so long as the latter are not entrusted with the adequate legal and financial means; they appear more as “*obligations de moyens*” than as “*obligations de résultat*”<sup>53</sup>. They may not contain direct obligations for third parties; in such cases, the NCBs are only allowed to use their national instruments. The same applies in the case of sanctions imposed on operators: if these fall outside the scope of the EC Regulations for which the ECB is basically competent, the NCB in question acts purely on its own behalf.

<sup>52</sup> Articles 16, 17, 21, 22, 23 and 24.

<sup>53</sup> *The President of the ECB has already had to write to one national government in view of entrusting its NCB with the adequate legal and administrative resources to comply with statistical requirements.*

Outside the scope of its exclusive European competence, the Eurosystem may provide a forum for the coordination of central bank activities. This is the case for the function of oversight of payment and securities settlement systems, which is currently carried out by the NCBs, mainly on the basis of national law; this is also the case for the contribution to prudential supervision and financial stability.

For the participation of the NCBs of countries with a derogation or exemption, in the absence of the possibility of relying on ECB guidelines, contractual arrangements may be concluded; however, these will be subject to possible amendments of the guidelines that are binding for the Eurosystem.

Whereas the Statute organises the redistribution of ECB profits, the financing of Eurosystem operations is not specified. Article 32.4 provides for possible indemnification of NCBs against costs in connection with the issue of banknotes or, in exceptional circumstances, for specific losses arising from monetary policy operations undertaken for the ESCB. This rule is applicable in the field of monetary operations, for which the NCBs are globally remunerated by the Eurosystem. For other Eurosystem tasks, it is for the Governing Council, in its capacity of budgetary authority, to decide by which modalities the participating central banks shall be compensated, either by the operators or by the Eurosystem itself, in respect of its financial provisions. When, as is often the case, cost recovery is made through fees imposed on the external counterparties, then a single tariff shall apply. The same prices are applied to Eurosystem services throughout the euro area<sup>54</sup>. Whereas services of general interest are provided by the Eurosystem as a public good, the costs shall be assumed by the Eurosystem itself in respect of the financial provisions of the Statute.

As far as the NCBs' activities remain national, their financing is exclusively subject to national regulations, in conformity with Article 14 of the Statute and in respect of competition law.

#### 2.6.2.2 The organisation of Eurosystem activities

**Monetary policy operations** offer the most visible application of the decentralisation principle.

For other operations, specific rules shall be applied. In the field of **payment systems**, three NCBs will develop a common platform to be used by all the central banks of the ESCB for TARGET 2, which is a Eurosystem service replacing the existing interlinking mechanism between national systems.

In the field of **management of foreign reserve assets**, six central banks have agreed to offer standardised services decided by the Governing Council.

For **banknote production**, it is foreseen, in the medium term, to rely on one single Eurosystem tender procedure.

In the field of **statistics**, the legal framework governing Eurosystem activities, based on Article 5 of the Statute, is composed of a large number of European and national regulations. EU regulations<sup>55</sup> and ECB regulations allow the transfer of data from NCBs to the ECB. Considering the functional use of these data for the performance of either ESCB or Eurosystem activities, such data are exchanged between the central banks concerned under the protection provided by the common confidentiality regime on the basis of Article 38 of the Statute.

In the field of contribution to **prudential supervision and financial stability**, each NCB has to act on its own in a system of mutual cooperation, as long as the ECB has neither activated its competences under Article 22 of the Statute nor has been entrusted by the Council with specific tasks in accordance with Article 105 (6). Even in this area, the Eurosystem has a role to play<sup>56</sup>. The oversight of payment and securities settlement systems is a core competence of the Eurosystem. As long as the ECB has not adopted regulatory measures, each NCB must act on its own. For such Eurosystem activities, the NCBs' competences are not confined to the implementation of operations, but also imply the exercise of decision-making power. This is a sector in which the existence of regulatory power for NCBs remains of particular importance.

<sup>54</sup> This will be the case, for instance, with the new payment system TARGET 2, starting in 2007.

<sup>55</sup> See in particular Council Regulations (EC) 322/97 and (EC) 2533/98 concerning the collection of statistical information by the ECB, OJ L 318, 27.11.1998, p. 8; ECB Regulation 2423/2001 concerning the consolidated balance sheet of monetary financial institutions, OJ L 333, 17.12.2001, p. 1; and ECB Regulation 63/2002 concerning statistics on interest rates applied by monetary financial institutions to deposits and credits, OJ L 10, 12.1.2002, p. 24.

<sup>56</sup> See K. Liebscher, "Das Eurosystem trägt eine besondere Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems und die Förderung der Finanzmarktintegration in Europa", in Das Leitbild des Eurosystems, Vienna, 13 January 2005, available at [www.oenb.at](http://www.oenb.at).

A detailed examination of the field of external relations is not the aim of this paper, although a few general comments can be made in this regard.

The role of the Eurosystem in the international field is basically founded on Articles 6 and 23 of the Statute, and is essentially of an operational nature. The Eurosystem has to contribute in its area of competence to the implementation of international agreements binding on the EU or its Member States. The problems may be exemplified by the situation with the International Monetary Fund (IMF). The NCBs are the fiscal agents of their respective Member States in their capacity as IMF members. In the IMF, there is no common position systematically expressed by the ESCB<sup>57</sup>, the Eurosystem or the Eurogroup. The EU does not have a single chair and does not speak with one voice: although EU Member States represent 32% of the total votes in the IMF (compared with 17% for the United States), they take part in ten constituencies, in a number of which they are in a minority position.

This is basically not in line with the transfer of exclusive competence, which would imply that both the internal and external aspects of the single currency are dealt with exclusively by the competent European bodies.

The Constitution provides that "in order to secure the euro's place in the international monetary system, the Council, on a proposal of the Commission, shall adopt a European decision establishing common positions on matters of particular interest for economic and monetary union within the competent international financial institutions and conferences" (Article III-196). This Article goes on to state that "The Council, on a proposal from the Commission, may adopt appropriate measures to ensure unified representation within the international financial institutions". In both cases, "The Council shall act after consulting the European Central Bank" and decide in its Eurogroup composition<sup>58</sup>. This procedure may contribute to the clarification of responsibilities and support various pragmatic solutions adopted by the EU and national authorities for their external relations.

---

57 *It is so far mainly within the International Relations Committee (IRC) that coordination among ESCB central banks is sought, notably for issues related to the IMF.*

58 *Paragraphs 1 and 2.*

## Conclusion

The Maastricht Treaty was particularly innovative in establishing the ESCB together with the ECB. The definition of the ESCB was however limited to its tasks and composition.

There is no ex ante definition of the ESCB's reality as a "system". An assessment requires more of an inductive than a deductive approach. A system is an original and evolving concept; it possesses flexible rules designed to accommodate the evolution of both its organisation and its activities.

The situation created in 1999 by the decision of some Member States not to introduce the euro resulted in the transformation of most of the ESCB into a new system, the Eurosystem. Six years after the introduction of the euro, this paper examines the reality of the Eurosystem. It concludes that the Eurosystem works; indeed, its reality is assessed by its effectiveness and its successes.

Some confusion will nevertheless remain. The distinction between the ESCB and the Eurosystem is not clear-cut. The Eurosystem is not only derived from legal texts but also, to a significant extent, from practice.

From a communication point of view, replacing the acronym "ESCB" with the term "Eurosystem" was almost certainly a positive step. The Constitution, which it is hoped will enter into force in 2006, following the completion of the cumbersome approval procedure in the Member States, will transform the Eurosystem into a permanent concept within the EU institutional framework. At the moment, the ESCB and the Eurosystem are very different; the one mainly a collection of entities with legal personalities, while the other functioning as an operational body in charge of the performance of the tasks transferred from the EU Member States to the Union with the introduction of the single currency.

When, hopefully, the euro becomes the currency in all the Member States that presently have a derogation or exemption, the ESCB will then come to an end and will simply be replaced by the Eurosystem. Such a progressive approach is not unusual in European constitutional law. Indeed, the whole history of the EU is marked by progressive evolutions whereby institutional experiments are later sanctified by law.

By recognising the Eurosystem, the Constitution provides welcome elements of cohesion and clarification. The way forward will be through the transformation of the ESCB into the Eurosystem.



# Chapitre 3

---

STATISTIQUES

<b>1</b>	<b>STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE</b>	<b>140</b>
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	140
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	142
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	144
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	145
1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	148
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	149
1.7	Position de liquidité du système bancaire	150
<b>2</b>	<b>EVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG</b>	<b>152</b>
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale)	152
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	154
2.4	Éléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	156
<b>3</b>	<b>MARCHÉS DES CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT</b>	<b>158</b>
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats	158
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours	160
<b>4</b>	<b>DONNÉES GÉNÉRALES SUR LE SYSTÈME FINANCIER AU LUXEMBOURG</b>	<b>162</b>
4.1	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois	162
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	163
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	164
4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	166
4.14	Evolution du nombre des OPC luxembourgeois	168
4.15	Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	169
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	170

<b>5</b>	<b>SITUATION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DU LUXEMBOURG SUR LES EURO-MARCHÉS</b>	<b>172</b>
5.1	Activité bancaire internationale: ventilation géographique	172
5.2	Activité bancaire internationale: ventilation par devise	174
5.3	Activité bancaire internationale: part du Luxembourg	176
<b>6</b>	<b>DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG</b>	<b>177</b>
6.1	Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg	177
6.2	Prix des biens industriels et des matières premières	178
6.3	Indicateurs de coûts et termes de l'échange	179
<b>7</b>	<b>INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE</b>	<b>180</b>
7.1	Le produit intérieur brut aux prix du marché et ses composantes (version SEC 95)	180
7.2	Autres indicateurs de l'économie réelle	181
7.3	Indicateurs du marché de l'emploi – Emploi et chômage	182
7.5	Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	183
<b>8</b>	<b>SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES</b>	<b>184</b>
<b>10</b>	<b>BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG</b>	<b>186</b>
10.1	Balance des paiements du Luxembourg: résumé	186
<b>11</b>	<b>POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG</b>	<b>187</b>
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg: résumé	187

Conventions utilisées dans les tableaux

« – »	données inexistantes
« . »	données non encore disponibles
« ... »	néant ou négligeable
(p)	provisoire
(e)	estimation
//	rupture de série

*La globalité des données statistiques publiées par la BCL sont disponibles sur le site Internet [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu).*

Tableau 1.1

## Situation financière consolidée de l'Eurosystème

## 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
27 juin	128 323	237 959	19 742	4 491	200 958	140 000	59 999	0	0
26 déc.	130 858	248 634	19 881	4 020	236 589	191 501	45 000	0	0
2003									
27 mars	130 314	224 146	16 800	5 202	232 049	187 000	45 000	0	0
26 juin	122 244	212 918	17 133	3 411	257 883	212 000	45 000	0	0
25 sep.	119 722	202 375	14 800	4 579	276 082	231 001	45 000	0	0
25 déc.	130 187	189 453	17 959	5 979	276 022	230 998	45 000	0	0
2004									
29 jan.	130 344	178 264	17 122	7 588	279 024	224 000	55 000	0	0
26 fév.	130 343	168 559	18 023	7 326	283 903	218 659	64 999	0	0
25 mars	130 342	167 046	16 594	7 192	289 539	224 530	64 999	0	0
29 avril	136 529	173 580	17 691	7 407	295 059	220 002	75 001	0	0
27 mai	136 160	172 979	16 675	7 399	308 166	232 499	75 000	0	0
24 juin	136 131	173 935	16 509	7 129	335 169	259 999	75 000	0	0
29 juil.	127 382	172 133	17 316	7 915	333 003	258 001	75 000	0	0
27 août	127 382	170 009	16 843	7 846	334 047	259 000	74 999	0	0
24 sep.	127 381	168 799	17 293	8 135	337 516	262 501	74 999	0	0
29 oct.	130 581	164 878	17 589	7 698	343 015	268 001	75 000	0	0
26 nov.	130 344	164 892	18 083	7 366	345 005	269 998	75 000	0	0
24 déc.	129 930	167 117	17 947	7 452	358 656	283 498	75 000	0	0
2005									
27 jan.	125 558	154 402	17 615	6 698	353 005	272 999	79 999	0	0
24 fév.	125 228	151 081	17 180	8 258	369 509	284 501	84 999	0	0
31 mars	128 058	155 910	19 125	9 304	366 751	275 999	90 002	0	0
28 avril	127 431	155 909	20 527	9 673	370 512	280 500	90 000	0	0
26 mai	127 257	155 083	20 212	8 989	361 203	271 001	90 002	0	0
30 juin	138 451	162 561	21 043	9 177	398 187	308 001	90 000	0	0
29 juil.	138 078	159 586	21 510	9 643	407 007	317 001	89 998	0	0
26 août	137 829	159 500	21 601	9 548	400 031	310 002	89 998	0	0
23 sep.	137 772	160 666	21 230	9 059	377 550	287 499	89 999	0	0
28 oct.	149 170	160 162	21 363	8 712	391 476	301 466	90 002	0	0

## 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
27 juin	308 753	134 893	134 781	100	0	0	12	2 034	2 939
26 déc.	374 600	129 305	129 146	159	0	0	0	15	2 029
2003									
27 mars	351 783	129 392	129 356	23	0	0	13	15	2 029
26 juin	377 232	130 970	130 891	61	0	0	18	31	2 029
25 sep.	391 457	135 669	135 655	14	0	0	0	75	2 029
25 déc.	439 206	113 541	113 508	33	0	0	0	256	1 054
2004									
29 jan.	415 623	132 129	132 115	13	0	0	1	256	1 054
26 fév.	418 924	128 932	128 802	104	0	0	26	256	1 054
25 mars	423 840	131 911	131 849	62	0	0	0	257	1 054
29 avril	435 421	133 564	133 513	48	0	0	3	301	1 054
27 mai	443 656	138 725	135 962	2 758	0	0	5	302	1 054
24 juin	448 111	136 783	136 740	39	0	0	4	303	1 054
29 juil.	463 148	131 276	131 208	34	0	0	34	125	1 054
27 août	459 951	137 912	137 882	30	0	0	0	125	1 054
24 sep.	462 638	137 202	137 187	15	0	0	0	125	1 054
29 oct.	471 255	121 991	121 965	26	0	0	0	125	1 054
26 nov.	473 554	137 730	137 667	56	0	0	7	125	0
24 déc.	504 587	140 568	140 434	134	0	0	0	126	0
2005									
27 jan.	486 121	139 686	139 610	46	0	0	30	125	0
24 fév.	488 195	140 881	140 814	59	0	0	8	125	0
31 mars	500 861	142 201	142 146	55	0	0	0	140	0
28 avril	506 965	139 295	138 874	420	0	0	1	140	0
26 mai	511 911	144 308	144 238	69	0	0	1	141	0
30 juin	525 982	153 971	153 958	12	0	0	1	153	0
29 juil.	533 793	145 185	144 954	230	0	0	1	129	0
26 août	527 710	150 358	150 331	27	0	0	0	127	0
23 sep.	528 903	148 119	148 098	16	0	0	5	127	0
28 oct.	536 209	150 290	150 193	71	0	0	26	153	0

Source: BCE

(en millions de EUR; données brutes; encours)

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	
11	12	13	14	15	16	17	18
							2002
930	29	512	30 481	67 687	90 691	780 845	27 juin
40	48	109	33 098	66 306	93 062	832 558	26 déc.
							2003
10	39	275	38 149	44 344	107 391	798 674	27 mars
796	87	244	44 146	44 262	111 327	813 568	26 juin
49	32	348	51 164	43 783	116 386	829 239	25 sep.
5	19	720	54 130	42 902	117 805	835 157	25 déc.
							2004
5	19	1 067	63 627	42 674	104 682	824 392	29 jan.
232	13	1 284	66 533	42 604	105 449	824 024	26 fév.
3	7	1 239	68 855	42 617	106 925	830 349	25 mars
44	12	1 000	71 043	42 547	108 682	853 538	29 avril
643	24	912	72 833	42 557	109 569	867 250	27 mai
159	11	801	73 748	42 558	109 858	895 838	24 juin
1	1	894	67 487	42 080	115 539	883 749	29 juil.
46	2	1 127	67 942	42 086	114 594	881 876	27 août
1	15	1 586	67 596	42 089	115 416	885 811	24 sep.
0	14	1 850	68 471	42 062	117 634	893 778	29 oct.
0	7	1 662	71 163	42 049	118 501	899 065	26 nov.
155	3	3 708	69 842	41 533	119 521	915 706	24 déc.
							2005
4	3	3 553	72 601	41 319	120 031	894 782	27 jan.
1	8	3 303	75 393	41 260	122 637	913 849	24 fév.
743	7	2 710	79 717	41 172	124 407	927 154	31 mars
3	9	2 906	79 795	41 184	126 542	934 479	28 avril
196	4	2 774	82 946	41 181	128 136	927 781	26 mai
184	2	3 229	85 746	40 731	129 316	988 441	30 juin
7	1	3 268	85 656	40 752	131 296	996 796	29 juil.
0	31	3 221	87 582	40 750	132 208	992 270	26 août
6	46	3 592	90 077	40 750	133 484	974 180	23 sep.
7	1	3 257	92 315	40 757	136 292	1 003 504	28 oct.

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	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
									2002
70 880	8 437	1 641	16 944	6 521	64 431	99 114	64 258	780 845	27 juin
55 085	8 810	1 232	20 067	6 567	64 121	106 307	64 420	832 558	26 déc.
									2003
73 624	8 395	1 071	14 490	6 339	64 227	82 840	64 469	798 674	27 mars
72 975	8 738	1 002	16 047	6 168	65 455	67 910	65 011	813 568	26 juin
76 112	9 329	760	15 420	5 997	65 165	62 226	65 000	829 239	25 sep.
48 076	10 334	580	12 595	5 991	67 320	71 174	65 030	835 157	25 déc.
									2004
60 077	9 595	410	13 516	5 757	54 802	69 141	62 032	824 392	29 jan.
67 356	9 281	434	8 705	5 757	52 079	69 141	62 105	824 024	26 fév.
66 653	8 971	429	9 256	5 757	51 450	69 141	61 630	830 349	25 mars
62 077	8 563	301	10 289	5 924	56 162	80 604	59 278	853 538	29 avril
64 046	8 007	320	8 192	5 924	56 631	80 604	59 789	867 250	27 mai
88 000	7 954	210	10 322	5 924	56 806	80 604	59 767	895 838	24 juin
77 109	8 790	242	9 368	5 896	56 768	70 205	59 768	883 749	29 juil.
73 995	8 952	226	8 770	5 896	55 018	70 205	59 772	881 876	27 août
73 870	9 254	446	8 426	5 896	56 920	70 205	59 775	885 811	24 sep.
84 345	9 388	257	8 809	5 807	60 186	70 696	59 865	893 778	29 oct.
73 742	9 639	254	9 303	5 807	58 342	70 696	59 873	899 065	26 nov.
50 480	11 194	275	13 241	5 807	58 847	70 696	59 885	915 706	24 déc.
									2005
69 813	8 321	203	11 337	5 573	50 936	64 842	57 825	894 782	27 jan.
88 013	8 498	303	7 505	5 573	51 565	64 842	58 349	913 849	24 fév.
75 145	8 948	173	9 820	5 701	54 001	71 961	58 203	927 154	31 mars
77 605	9 191	356	10 907	5 701	54 152	71 961	58 206	934 479	28 avril
60 958	10 388	233	9 841	5 701	54 013	71 961	58 326	927 781	26 mai
75 720	9 741	339	9 129	5 896	56 929	92 292	58 289	988 441	30 juin
84 884	10 141	232	8 009	5 896	57 944	92 292	58 291	996 796	29 juil.
80 399	10 304	224	7 980	5 896	58 684	92 292	58 296	992 270	26 août
60 248	10 333	293	9 535	5 896	60 030	92 292	58 404	974 180	23 sep.
65 261	11 182	219	9 801	5 885	62 348	103 749	58 407	1 003 504	28 oct.

Tableau 1.2

## Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg

## 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
juin	24	127	0	0	23 694	18 775	4 919	0	0
déc.	25	145	0	0	23 307	19 591	3 716	0	0
2003									
mars	24	142	0	4	24 885	21 415	3 470	0	0
juin	23	198	0	2	23 576	20 510	3 066	0	0
sep.	25	213	0	0	26 068	23 307	2 761	0	0
déc.	25	221	20	291	23 402	20 368	3 034	0	0
2004									
jan.	25	211	20	271	25 533	22 359	3 174	0	0
fév.	25	211	28	267	24 462	21 765	2 697	0	0
mars	26	215	29	325	26 954	24 257	2 697	0	0
avril	26	215	29	316	25 078	20 987	4 066	0	0
mai	26	216	29	299	24 604	19 918	4 685	0	0
juin	24	208	29	352	25 497	20 812	4 685	0	0
juil.	24	208	29	444	27 008	21 713	5 295	0	0
août	24	209	58	411	26 824	19 826	6 998	0	0
sep.	25	198	56	455	25 412	18 952	6 460	0	0
oct.	25	197	56	535	25 949	18 916	7 033	0	0
nov.	25	217	56	493	24 754	17 625	7 129	0	0
déc.	24	219	52	467	28 354	21 478	6 876	0	0
2005									
jan.	24	219	52	866	26 873	21 219	5 654	0	0
fév.	24	220	52	1 144	27 187	21 114	6 073	0	0
mars	24	220	55	1 140	29 278	21 807	7 471	0	0
avril	24	218	55	1 144	26 720	19 630	7 090	0	0
mai	24	218	55	1 102	27 386	20 362	7 024	0	0
juin	27	222	59	969	32 257	24 926	7 331	0	0
juil.	27	222	72	1 035	31 109	23 333	7 776	0	0
août	27	253	31	1 073	32 759	24 983	7 776	0	0
sep.	29	231	31	1 175	26 727	21 414	5 313	0	0

## 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
juin	506	12 938	12 938	0	0	0	0	0	0
déc.	614	4 638	4 638	0	0	0	0	0	0
2003									
mars	598	5 076	5 076	0	0	0	0	0	0
juin	641	3 943	3 942	1	0	0	0	0	0
sep.	666	6 505	6 504	1	0	0	0	0	0
déc.	739	6 766	6 766	0	0	0	0	0	0
2004									
jan.	821	5 858	5 858	0	0	0	0	0	0
fév.	827	6 803	6 803	0	0	0	0	0	0
mars	840	6 148	6 148	0	0	0	0	0	0
avril	860	6 933	6 933	0	0	0	0	0	0
mai	897	5 039	5 039	0	0	0	0	0	0
juin	908	6 424	6 424	0	0	0	0	0	0
juil.	936	5 839	5 839	0	0	0	0	0	0
août	930	4 998	4 998	0	0	0	0	0	0
sep.	939	6 522	6 522	0	0	0	0	0	0
oct.	952	4 993	4 993	0	0	0	0	0	0
nov.	962	5 852	5 852	0	0	0	0	0	0
déc.	1 013	5 063	5 063	0	0	0	0	0	0
2005									
jan.	983	5 468	5 468	0	0	0	0	0	0
fév.	988	6 768	6 768	0	0	0	0	0	0
mars	1 010	9 561	9 561	0	0	0	0	0	0
avril	1 024	7 658	7 658	0	0	0	0	0	0
mai	1 035	5 822	5 822	0	0	0	0	0	0
juin	1 059	6 369	6 369	0	0	0	0	0	0
juil.	1 078	7 082	7 082	0	0	0	0	0	0
août	1 065	7 736	7 736	0	0	0	0	0	0
sep.	1 077	8 362	8 362	0	0	0	0	0	0

Source: BCL.

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

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'Eurosystème	Autres actifs	Total de l'actif	
11	12	13	14	15	16	17	18	19
0	0	41	201	0	82	827	24 996	2002
0	0	63	204	0	83	1 163	24 990	juin
								déc.
0	0	8	203	0	82	1 677	27 025	2003
0	0	85	191	0	82	1 739	25 896	mars
0	0	0	224	0	82	1 763	28 375	juin
0	0	1	829	0	2 408	660	27 857	sep.
								déc.
0	0	1	909	0	94	640	27 704	2004
0	0	99	1 018	0	2 142	648	28 900	jan.
0	0	0	1 032	0	95	689	29 365	fév.
25	0	0	1 164	0	3 101	659	30 588	mars
1	0	2	1 142	0	2 410	666	29 394	avril
0	0	89	1 264	0	3 379	734	31 596	mai
0	0	0	1 180	0	2 099	647	31 639	juin
0	0	0	1 185	0	2 111	629	31 451	juil.
0	0	0	1 226	0	5 651	732	33 755	août
0	0	0	1 282	0	4 112	717	32 873	sep.
0	0	0	1 454	0	6 852	678	34 529	oct.
0	0	0	1 464	0	3 501	725	34 806	nov.
								déc.
0	0	0	1 514	0	5 210	709	35 467	2005
0	0	0	1 601	0	6 341	704	37 273	jan.
0	0	0	1 545	0	7 866	774	40 902	fév.
0	0	0	1 559	0	9 114	713	39 547	mars
0	0	0	1 604	0	7 410	709	38 508	avril
0	0	81	1 784	0	3 823	784	40 006	mai
0	0	1	1 581	0	6 116	877	41 040	juin
0	0	1	1 584	0	5 614	829	42 171	mai
0	0	101	1 554	0	12 699	1 056	43 603	juin
								juil.

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'Eurosystème	Autres passifs	Comptes de réévaluations	Capital et réserves	Total du passif	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
581	42	0	0	23	10 413	338	20	135	24 996	2002
526	54	0	0	22	18 569	395	37	135	24 990	juin
										déc.
510	7	0	0	21	20 222	410	41	140	27 025	2003
579	34	0	0	21	20 060	430	48	140	25 896	mars
586	44	0	0	21	19 915	454	44	140	28 375	juin
592	52	0	20	20	19 078	419	31	140	27 857	sep.
										déc.
593	28	0	20	20	19 823	370	31	140	27 704	2004
590	17	0	28	20	20 024	420	31	140	28 900	jan.
582	11	0	29	21	21 042	508	41	143	29 365	fév.
579	10	0	29	21	21 560	412	41	143	30 588	mars
575	15	0	29	21	22 206	428	41	143	29 394	avril
573	13	0	29	20	22 907	531	28	143	31 576	mai
571	33	0	29	20	23 618	422	28	143	31 639	juin
568	30	0	58	20	24 220	456	28	143	31 451	juil.
564	39	0	57	20	24 891	551	29	143	33 755	août
561	44	0	57	20	25 638	436	29	143	32 873	sep.
557	51	0	56	20	26 368	491	29	143	34 529	oct.
555	58	0	52	19	27 343	532	28	143	34 806	nov.
										déc.
556	31	0	52	19	27 773	414	28	143	35 467	2005
548	26	0	52	19	28 224	477	28	143	37 273	jan.
544	8	0	55	19	28 916	611	33	145	40 902	fév.
541	38	0	55	20	29 599	434	33	145	39 547	mars
537	106	0	55	20	30 267	488	33	145	38 508	avril
535	32	0	59	20	31 079	652	56	145	40 006	mai
532	25	0	72	20	31 582	448	56	145	41 040	juin
528	10	0	61	20	32 050	500	56	145	42 171	juin
524	142	0	42	20	32 585	655	51	145	43 603	juil.

Tableau 1.3

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

Avec effet à compter du <sup>1)</sup>	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	Taux de soumission minimal		Niveau	Variation
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>1999</b>							
1 jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 jan. <sup>2)</sup>	2,75	0,80	3,00	-	-	3,25	-1,25
22 jan.	2,00	-0,75	3,00	-	-	4,50	1,25
9 avril	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
<b>2000</b>							
4 fév.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
16 mars	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 avril	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 juin	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 juin <sup>3)</sup>	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
<b>Élargissement de la zone euro</b>							
<b>2001</b>							
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
<b>2002</b>							
6 déc.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
<b>2003</b>							
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
<b>2005</b>							
6 déc.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25

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.

Tableau 1.4

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres <sup>1) 2)</sup>

(en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	1° Opérations principales de refinancement <sup>3)</sup>						Durée (en nombre de jours)
	Soumission (montant)	Adjudication (montant)	Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable			
				Taux de sou- mission minimal	Taux marginal <sup>4)</sup>	Taux moyen pondéré	
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>1999</b>							
31 mars	118 683	39 000	3,00				14
30 juin	1 222 128	57 000	2,50				14
29 sep.	926 416	55 000	2,50				14
30 déc.	485 825	70 000	3,00				20
<b>2000</b>							
29 mars	3 022 435	89 000	3,50				14
28 juin	201 612	99 000		4,25	4,29	4,32	14
27 sep.	159 098	81 000		4,50	4,65	4,68	14
27 déc.	118 217	102 000		4,75	4,79	4,84	14
<b>Elargissement de la zone euro</b>							
<b>2001</b>							
28 mars	57 526	50 000		4,75	4,75	4,75	14
27 juin	155 894	85 000		4,50	4,54	4,55	14
26 sept.	111 927	81 000		3,75	3,76	3,77	14
28 déc.	105 649	85 000		3,25	3,45	3,52	12
<b>2002</b>							
27 mars	121 842	63 000		3,25	3,33	3,34	14
26 juin	111 439	70 000		3,25	3,35	3,36	14
25 sept.	105 130	65 000		3,25	3,28	3,29	14
31 déc.	117 377	92 000		2,75	2,85	2,95	15
<b>2003</b>							
25 mars	115 518	104 000		2,50	2,53	2,55	15
25 juin	166 404	150 000		2,00	2,10	2,12	14
24 sep.	109 738	81 000		2,00	2,06	2,07	14
30 déc.	166 862	145 000		2,00	2,02	2,09	15
<b>2004</b>							
31 mars	257 167	218 000		2,00	2,00	2,01	7
30 juin	315 078	256 000		2,00	2,01	2,02	7
29 sep.	327 330	259 000		2,00	2,02	2,03	6
30 déc.	284 027	270 000		2,00	2,09	2,17	6
<b>2005</b>							
26 jan.	368 794	273 000		2,00	2,06	2,07	7
23 fév.	349 248	284 500		2,00	2,05	2,06	7
30 mars	312 429	276 000		2,00	2,05	2,06	7
27 avril	329 984	280 500		2,00	2,05	2,05	7
25 mai	376 920	271 000		2,00	2,05	2,05	7
29 juin	353 941	308 000		2,00	2,05	2,06	7
27 juil.	391 489	317 000		2,00	2,05	2,06	7
3 août	414 656	314 000		2,00	2,05	2,06	7
10	432 277	308 000		2,00	2,05	2,05	7
17	445 746	303 000		2,00	2,05	2,06	7
24	474 374	310 000		2,00	2,05	2,06	7
31	433 707	293 000		2,00	2,05	2,06	7
7 sep.	447 874	294 500		2,00	2,05	2,06	7
14	435 111	279 500		2,00	2,06	2,06	7
21	396 280	287 500		2,00	2,06	2,06	7
28	364 417	293 500		2,00	2,06	2,07	7
5 oct.	382 662	288 000		2,00	2,06	2,07	7
12	380 299	281 000		2,00	2,07	2,07	7
19	383 949	296 000		2,00	2,06	2,07	7
26	371 445	301 500		2,00	2,06	2,07	8
3 nov.	354 563	294 000		2,00	2,05	2,06	6

Source: BCE

- 1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans le tableau 1.1, colonnes 6 à 8, 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 1.4.3.
- 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)

(en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	2° Opérations de refinancement à plus long terme					Durée (en nombre de jours)
	Soumission (montant)	Adjudication (montant)	Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable		
			Taux fixe	Taux marginal <sup>3)</sup>	Taux moyen pondéré	
1	2	3	4	5	6	7
<b>1999</b>						
25 mars	53 659	15 000		2,96	2,97	98
1 juil.	76 284	15 000		2,63	2,64	91
30 sep.	41 443	15 000		2,66	2,67	84
23 déc.	91 088	25 000		3,26	3,29	98
<b>2000</b>						
30 mars	74 929	20 000		3,78	3,80	91
29 juin	41 833	20 000		4,49	4,52	91
28 sept.	34 043	15 000		4,84	4,86	92
29 déc.	15 869	15 000		4,75	4,81	90
<b>Elargissement de la zone euro</b>						
<b>2001</b>						
29 mars	38 169	19 101		4,47	4,50	91
28 juin	44 243	20 000		4,36	4,39	91
27 sept.	28 269	20 000		3,55	3,58	85
21 déc.	38 178	20 000		3,29	3,31	97
<b>2002</b>						
28 mars	39 976	20 000		3,40	3,42	91
27 juin	27 670	20 000		3,38	3,41	91
26 sep.	25 728	15 000		3,23	3,26	88
23 déc.	42 305	15 000		2,93	2,95	94
<b>2003</b>						
27 mars	33 367	15 000		2,49	2,51	91
26 juin	28 694	15 000		2,11	2,12	91
25 sep.	28 436	15 000		2,10	2,12	84
18 déc.	24 988	15 000		2,12	2,14	105
<b>2004</b>						
1 avril	44 153	25 000		1,85	1,90	91
1 juil.	37 698	25 000		2,06	2,08	91
26 août	37 957	25 000		2,06	2,08	91
30 sep.	37 414	25 000		2,06	2,08	84
28 oct.	46 646	25 000		2,10	2,11	91
25 nov.	51 095	25 000		2,13	2,14	91
23 déc.	34 466	25 000		2,12	2,14	98
<b>2005</b>						
27 jan.	58 133	30 000		2,09	2,10	91
24 fév.	40 340	30 000		2,08	2,09	91
31 mars	38 462	30 000		2,09	2,10	91
28 avril	47 958	30 000		2,08	2,09	91
26 mai	48 282	30 000		2,08	2,08	98
30 juin	47 181	30 000		2,06	2,07	91
28 juil.	46 758	30 000		2,07	2,08	92
1 août	62 563	30 000		2,08	2,09	91
29 sep.	52 795	30 000		2,09	2,10	84
28 oct.	51 313	30 000		2,17	2,19	90

Source: BCE

1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans le tableau 1.1, colonnes 6 à 8, 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 1.4.3.

3) 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)

(en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	3° Autres opérations par voie d'appels d'offres							
	Type d'opération	Soumissions (montant)	Adjudications (montant)	Appels d'offres à taux fixe Taux fixe	Appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
					Taux de soumission minimal	Taux marginal <sup>6)</sup>	Taux moyen pondéré	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000								
5 jan. <sup>5)</sup>	Reprise de liquidités en blanc	14 420	14 420			3,00	3,00	7
21 juin	Opération de cession temporaire	18 845	7 000			4,26	4,28	1
<b>Elargissement de la zone euro</b>								
2001								
30 avril	Opération de cession temporaire	105 377	73 000					7
12 sept.	Opération de cession temporaire	69 281	69 281	4,25				1
13 sept.	Opération de cession temporaire	40 495	40 495	4,25				1
28 nov.	Opération de cession temporaire	73 096	53 000					7
2002								
4 jan.	Opération de cession temporaire	57 644	25 000	0,00				3
10 jan.	Opération de cession temporaire	59 377	40 000	0,00				1
18 déc.	Opération de cession temporaire	28 480	10 000	0,00				6
2003								
23 mai	Reprise de liquidités en blanc	3 850	3 850	2,50				3
2004								
11 mai	Reprise de liquidités en blanc	16 200	13 000	2,00				1
8 nov.	Opération de cession temporaire	33 175	6 500					1
7 déc.	Reprise de liquidités en blanc	18 185	15 000	2,00				1
2005								
18 jan.	Opération de cession temporaire	33 065	8 000	0,00				1
7 fév.	Opération de cession temporaire	17 715	2 500					1
8 mars	Reprise de liquidités en blanc	4 300	3 500	2,00				1
7 juin	Reprise de liquidités en blanc	3 708	3 708	2,00				1
12 juil.	Reprise de liquidités en blanc	9 605	9 605	2,00				1
9 août	Reprise de liquidités en blanc	500	500	2,00				1
6 sep.	Opération de cession temporaire	51 060	9 500	0,00				1
11 oct.	Reprise de liquidités en blanc	23 995	8 500	2,00				1

Source: BCE

1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans le tableau 1.1, colonnes 6 à 8, 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 1.4.3

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) L'opération de "reprise de liquidités en blanc" du 5 janvier 2000 a été effectuée au taux maximal de 3,00 %.

Tableau 1.5

## Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro

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

Assiette des réserves à fin	1° Assiette des réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires <sup>1) 2)</sup>					
	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
1	2	3	4	5	6	7
2002						
juin	11 009,2	6 083,3	407,5	1 355,3	699,2	2 463,9
déc.	11 116,8	6 139,9	409,2	1 381,9	725,5	2 460,3
2003						
mars	11 229,9	6 117,2	427,4	1 404,1	782,7	2 498,5
juin	11 381,7	6 217,9	415,4	1 421,4	781,0	2 545,9
sep.	11 396,7	6 173,3	405,1	1 433,2	791,7	2 593,3
déc.	11 538,7	6 283,8	412,9	1 459,1	759,5	2 623,5
2004						
mars	11 926,7	6 404,7	442,5	1 483,2	867,7	2 728,6
juin	12 148,5	6 524,1	439,1	1 515,1	859,0	2 811,2
sep.	12 209,6	6 488,0	435,3	1 535,3	880,8	2 870,3
déc.	12 415,9	6 593,7	458,1	1 565,2	913,7	2 885,3
2005						
jan.	12 596,6	6 697,7	460,1	1 577,8	943,1	2 918,0
fév.	12 720,4	6 709,0	471,2	1 583,5	999,2	2 957,5
mars	12 866,9	6 783,2	472,3	1 599,3	1 010,8	3 001,1
avril	13 081,7	6 888,4	496,7	1 607,3	1 067,3	3 022,1
mai	13 224,0	6 988,7	494,7	1 616,3	1 069,4	3 054,9
juin	13 328,1	7 021,1	488,2	1 676,0	1 027,9	3 114,9
juil.	13 431,5	7 064,6	496,2	1 682,8	1 068,0	3 119,9
août	13 388,1	7 003,0	499,9	1 689,2	1 066,0	3 130,1

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 su 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 formes 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.

(en milliards de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Période de constitution prenant fin en	2° Constitution des réserves <sup>1)</sup>				
	Réserves à constituer <sup>2)</sup>	Réserves constituées <sup>3)</sup>	Excédents de réserves <sup>4)</sup>	Déficits de réserves <sup>5)</sup>	Taux de rémunération des réserves obligatoires <sup>6)</sup>
1	2	3	4	5	6
2002					
23 juin	131,0	131,7	0,7	0,0	3,33
23 déc.	128,8	129,4	0,7	0,0	3,06
2003					
23 mars	128,9	129,6	0,7	0,0	2,67
23 juin	131,2	131,9	0,6	0,0	2,34
23 sep.	131,3	132,0	0,6	0,0	2,07
23 déc.	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004					
9 mars	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
8 juin	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
7 sep.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
7 déc.	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005					
18 jan.	138,4	139,1	0,7	0,0	2,07
7 fév.	139,3	140,0	0,8	0,0	2,06
8 mars	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
12 avril	142,6	143,3	0,6	0,0	2,05
10 mai	143,1	144,0	0,9	0,0	2,05
7 juin	144,6	145,5	0,9	0,0	2,05
12 juil.	147,2	147,9	0,7	0,0	2,05
9 août	149,2	149,8	0,6	0,0	2,05
6 sep.	149,7	150,2	0,6	0,0	2,05
11 oct.	150,7	151,4	0,7	0,0	2,05

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

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

Assiette des réserves à fin	1° Assiette des réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires <sup>1)2)</sup>					
	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
1	2	3	4	5	6	7
2002						
juin	410 679	324 632	30 170	11 982	4 708	39 186
déc.	397 982	315 523	26 172	11 725	3 811	40 751
2003						
mars	404 409	317 322	23 340	15 450	4 354	43 943
juin	403 076	320 383	19 288	14 456	4 050	44 899
sep.	401 430	318 305	17 876	14 203	3 747	47 299
déc.	395 461	308 911	20 427	16 133	4 773	45 217
2004						
mars	410 751	317 284	16 722	17 733	12 616	46 396
juin	410 770	311 436	14 255	19 595	13 873	51 611
sep.	411 382	310 984	11 192	21 052	11 507	56 647
déc.	416 408	314 024	15 369	24 452	8 100	54 463
2005						
jan.	431 506	327 483	14 572	24 503	9 424	55 524
fév.	430 423	326 153	14 351	24 406	8 511	57 002
mars	434 461	328 063	15 757	23 671	8 318	58 652
avril	440 252	334 876	15 954	23 789	8 646	56 987
mai	449 047	341 577	16 138	24 452	8 496	58 384
juin	455 378	339 055	16 042	29 576	8 987	61 718
juil.	456 944	341 008	15 772	29 713	8 283	62 168
août	464 851	348 825	14 371	29 712	7 670	64 273
sep.	477 214	357 844	14 818	29 868	9 847	64 837

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.

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

Période de constitution prenant fin	2° Constitution des réserves <sup>1)</sup>					
	Réserves à constituer <sup>2)</sup>	Réserves constituées <sup>3)</sup>	Excédents de réserves <sup>4)</sup>	Déficits de réserves <sup>5)</sup>	Taux de rémunération des réserves obligatoires <sup>6)</sup>	
	1	2	3	4	5	6
2002						
23 juin	7 538,2	7 555,8	17,9	0,4	3,33	
23 déc.	6 927,9	6 951,7	23,9	0,0	3,06	
2003						
23 mars	6 896,7	6 901,3	11,4	16,0	2,67	
23 juin	6 766,7	6 800,7	34,1	0,0	2,34	
23 sep.	6 811,8	6 828,8	17,0	0,0	2,07	
23 déc.	6 772,1	6 814,7	45,8	3,2	2,00	
2004						
9 mars	6 570,3	6 584,8	15,4	0,9	2,00	
8 juin	6 664,9	6 681,2	16,3	0,0	2,00	
7 sep.	6 498,5	6 511,9	13,4	0,0	2,02	
7 déc.	6 428,5	6 437,4	8,8	0,0	2,05	
2005						
18 jan.	6 520,0	6 532,2	12,2	0,0	2,07	
7 fév.	6 490,1	6 553,0	63,0	0,0	2,06	
8 mars	6 573,0	6 590,1	17,1	0,0	2,05	
12 avril	6 826,2	6 835,5	9,3	0,0	2,05	
10 mai	6 795,1	6 933,0	137,9	0,0	2,05	
7 juin	6 861,6	6 876,2	14,9	0,2	2,05	
12 juil.	7 002,1	7 013,2	11,1	0,1	2,05	
9 août	7 139,6	7 152,1	12,6	0,1	2,05	
6 sep.	7 087,2	7 105,0	17,8	0,0	2,05	
11 oct.	7 120,9	7 134,8	13,8	0,0	2,06	
8 nov.	7 249,3	7 286,9	37,6	0,0	2,06	

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>5)</sup>	Base monétaire <sup>5)</sup>
	Opérations de la politique monétaire de l'Eurosystème					Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net) <sup>3)</sup>				
	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 <sup>2)</sup>	Facilité de prêt marginal				Facilité de dépôt	Autres opérations d'absorption de liquidité <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>2002</b>												
23 jan.	385,2	118,5	60,0	0,4	3,7	0,6	0,0	344,3	38,3	54,2	130,4	475,2
23 fév.	386,0	127,3	60,0	0,2	0,0	0,1	0,0	306,2	49,6	85,2	132,6	438,8
23 mars	386,7	114,6	60,0	0,2	0,0	0,1	0,0	283,3	54,2	91,8	132,1	415,6
23 avril	395,4	112,7	60,0	0,4	0,0	0,2	0,0	285,9	55,9	95,3	131,2	417,3
23 mai	397,7	110,6	60,0	0,1	0,0	0,3	0,0	293,7	49,2	93,5	131,7	425,6
23 juin	396,2	112,6	60,0	0,5	0,0	0,4	0,0	300,8	45,1	91,2	131,8	433,0
23 juil.	369,1	130,4	60,0	0,2	0,0	0,2	0,0	313,4	54,4	60,3	131,4	445,0
23 août	360,0	139,2	55,2	0,1	0,0	0,1	0,0	322,8	50,9	50,8	129,9	452,8
23 sep.	362,3	140,9	50,8	0,1	0,0	0,2	0,0	323,6	49,1	51,7	129,6	453,4
23 oct.	370,0	146,1	45,3	0,1	0,0	0,1	0,0	329,2	45,6	58,2	128,3	457,6
23 nov.	372,1	147,5	45,0	0,1	0,0	0,1	0,0	334,0	42,8	58,6	129,3	463,4
23 déc.	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
<b>2003</b>												
23 jan.	360,9	176,3	45,0	0,5	0,0	0,3	0,0	353,9	43,7	53,3	131,6	485,8
23 fév.	356,4	168,6	45,0	0,3	0,0	0,3	0,0	340,7	50,2	48,0	131,1	472,2
23 mars	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
23 avril	337,4	179,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	358,5	52,1	20,5	130,6	489,3
23 mai	333,1	177,1	45,0	0,4	0,0	0,2	0,1	366,2	42,6	15,5	130,9	497,3
23 juin	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
23 juil.	320,4	204,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,0	382,7	52,4	2,9	132,2	515,2
23 août	315,8	213,4	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	391,6	51,5	-1,6	132,8	524,6
23 sep.	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
23 oct.	321,3	208,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	395,5	48,3	-1,1	131,9	527,5
23 nov.	321,8	205,8	45,0	0,1	0,0	0,3	0,0	399,4	43,4	-2,2	131,8	531,4
23 déc.	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
<b>2004</b>												
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
<b>2005</b>												
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

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 1.7 (suite)

Position de liquidité du système bancaire <sup>1)</sup>

(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 <sup>6)</sup>	Base monétaire <sup>5)</sup>
	Opérations de la politique monétaire de l'Eurosystème								Autres facteurs (net) <sup>3)</sup>			
	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 <sup>2)</sup>	Facilité de prêt marginal	Facilité de dépôt	Autres opérations d'absorption de liquidité <sup>2)</sup>	Billets en circulation		Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>2003</b>												
23 jan.	360,9	176,3	45,0	0,5	0,0	0,3	0,0	353,9	43,7	53,3	131,6	485,8
23 fév.	356,4	168,6	45,0	0,3	0,0	0,3	0,0	340,7	50,2	48,0	131,1	472,2
23 mars	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
23 avril	337,4	179,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	358,5	52,1	20,5	130,6	489,3
23 mai	333,1	177,1	45,0	0,4	0,0	0,2	0,1	366,2	42,6	15,5	130,9	497,3
23 juin	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
23 juil.	320,4	204,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,0	382,7	52,4	2,9	132,2	515,2
23 août	315,8	213,4	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	391,6	51,5	-1,6	132,8	524,6
23 sep.	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
23 oct.	321,3	208,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	395,5	48,3	-1,1	131,9	527,5
23 nov.	321,8	205,8	45,0	0,1	0,0	0,3	0,0	399,4	43,4	-2,2	131,8	531,4
23 déc.	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
<b>2004</b>												
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
<b>2005</b>												
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

Tableau 2.2

Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale) <sup>1)</sup>

## 1. Actif

	Créances envers des résidents de la zone euro	sur les IFM	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	Portefeuille de titres autres que les actions émises par des résidents de la zone euro	émis par des IFM	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités	Parts d'OPC monétaires
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
déc.	358 439	274 685	6 162	77 592	154 293	87 129	42 708	24 456	130
2003									
juin	361 597	281 764	5 367	74 466	191 460	110 460	50 471	30 529	153
déc.	359 522	278 928	6 668	73 926	192 239	108 048	53 804	30 388	218
2004									
mars	366 617	282 860	6 085	77 672	193 550	107 626	55 547	30 377	217
juin	374 058	290 081	5 967	78 010	196 465	105 652	60 101	30 711	160
sep.	373 100	292 520	5 063	75 517	198 235	108 162	59 981	30 092	167
oct.	382 563	302 228	4 516	75 819	195 782	107 847	57 822	30 113	167
nov.	386 138	302 512	7 291	76 335	195 155	106 469	58 905	29 780	162
déc.	386 753	301 630	9 006	76 117	192 195	105 251	57 730	29 213	216
2005									
jan.	392 722	305 995	7 479	79 247	191 110	103 775	58 177	29 158	169
fév.	397 476	311 669	5 661	80 147	192 674	104 915	58 792	28 968	166
mars	390 999	304 204	5 544	81 251	194 959	104 546	61 009	29 404	182
avril	400 340	313 186	5 040	82 114	193 159	103 410	58 177	31 572	100
mai	397 937	310 395	5 467	82 074	197 446	105 842	59 012	32 592	165
juin	405 511	316 471	5 561	83 478	200 596	105 926	60 714	33 956	167
juil.	395 356	306 931	5 370	83 055	205 174	104 873	64 281	36 019	193
août	404 413	316 438	5 793	82 181	202 176	106 105	59 735	36 336	120
sep.	397 585	308 656	4 882	84 047	208 616	107 564	63 368	37 685	199
oct.	410 159	317 786	4 793	87 581	208 611	109 095	60 261	39 255	126

## 2. Passif

	Dépôts des résidents de la zone euro	IFM	Administration centrale	Autres administrations publiques/ autres résidents de la zone euro	Dépôts à vue	Dépôts à terme	Dépôts remboursables avec préavis	Pensions	Parts d'OPC monétaires <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
déc.	360 913	207 502	3 174	150 237	48 104	97 610	4 384	139	70 340
2003									
juin	367 832	204 425	2 489	160 918	57 949	95 667	6 981	321	75 035
déc.	369 956	209 298	5 678	154 980	50 384	97 188	7 260	148	79 952
2004									
mars	383 162	214 806	4 400	163 956	58 806	96 706	8 274	170	81 583
juin	390 671	227 042	3 501	160 128	59 035	92 193	8 802	98	83 605
sep.	381 618	216 191	3 530	161 897	62 426	90 992	8 400	79	79 579
oct.	392 726	225 501	4 164	163 061	55 600	98 307	8 982	172	82 272
nov.	397 001	230 216	4 625	162 160	62 928	88 869	10 247	116	80 796
déc.	398 695	224 815	4 444	169 436	56 005	101 365	11 804	263	84 245
2005									
jan.	402 034	225 480	4 447	172 107	64 429	95 818	11 566	292	85 820
fév.	408 378	231 761	4 537	172 079	65 780	94 428	11 455	415	83 509
mars	407 063	227 557	4 504	175 001	67 977	95 217	11 369	439	84 755
avril	410 706	231 503	4 778	174 425	63 316	97 907	12 689	513	84 507
mai	411 321	230 112	4 752	176 457	68 376	95 318	12 283	481	84 563
juin	418 267	233 958	4 833	179 476	69 545	96 949	12 493	490	85 020
juil.	414 895	231 005	3 086	180 804	68 426	99 845	12 208	325	87 544
août	421 628	234 735	3 375	183 517	69 207	102 093	11 770	447	90 827
sep.	418 076	225 597	2 668	189 811	66 232	111 156	12 261	162	92 129
oct.	431 810	242 044	2 591	187 175	64 979	109 542	12 412	242	89 489

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.

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

<i>Portefeuille d'actions et de participations émises par des résidents de la zone euro</i>	<i>émises par des IFM</i>	<i>émises par d'autres entités</i>	<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	<i>Actifs immobilisés</i>	<i>Autres créances</i>	<i>Total de l'actif</i>	
11	12	13	14	15	16	17	18
9 454	5 996	3 458	225 769	3 639	29 620	781 344	2002 déc.
8 163	4 710	3 453	240 978	3 686	20 607	826 644	2003 juin
7 361	3 351	4 010	238 305	3 638	18 991	820 274	déc.
8 502	3 584	4 918	252 699	3 633	20 148	845 366	2004 mars
8 293	3 501	4 792	250 027	3 660	21 344	854 007	juin
8 370	3 532	4 838	236 967	3 699	21 712	842 249	sep.
8 319	3 536	4 783	241 907	3 666	23 275	855 679	oct.
7 977	3 527	4 450	239 876	3 660	23 751	856 719	nov.
7 547	3 542	4 006	243 869	3 641	22 905	857 126	déc.
8 047	3 462	4 586	255 196	3 593	25 457	876 293	2005 jan.
8 844	4 160	4 684	250 984	3 604	23 601	877 348	fév.
9 144	4 400	4 744	256 916	3 607	22 348	878 155	mars
9 563	4 306	5 258	260 440	3 635	23 761	890 999	avril
9 400	3 996	5 404	269 093	3 651	23 710	901 402	mai
9 561	4 064	5 497	271 441	3 714	24 288	915 278	juin
9 165	4 203	4 961	271 291	3 662	23 763	908 603	juil.
9 531	4 503	5 028	281 542	3 681	23 074	924 537	août
9 616	3 516	6 100	289 541	3 666	24 129	933 353	sep.
9 528	3 607	5 921	298 026	3 551	24 745	954 746	oct.

<i>Titres de créance émis<sup>2)</sup></i>	<i>Capital et réserves</i>	<i>Engagements envers des non-résidents de la zone euro</i>	<i>Autres exigibilités</i>	<i>Total du passif</i>	
11	12	13	14	15	16
58 253	39 915	229 103	22 820	781 344	2002 déc.
60 900	39 602	262 269	21 006	826 644	2003 juin
56 055	39 716	256 959	17 637	820 274	déc.
55 840	40 014	264 919	19 848	845 366	2004 mars
59 059	39 525	260 542	20 606	854 007	juin
66 216	40 188	254 482	20 166	842 249	sep.
65 640	40 689	252 626	21 726	855 679	oct.
65 225	40 731	250 038	22 928	856 719	nov.
62 638	41 164	250 220	20 164	857 126	déc.
63 735	41 010	260 360	23 335	876 293	2005 jan.
64 991	42 078	257 117	21 275	877 348	fév.
67 510	41 881	257 413	19 533	878 155	mars
64 442	41 692	268 794	20 859	890 999	avril
65 893	41 569	276 597	21 458	901 402	mai
67 020	42 279	280 056	22 635	915 278	juin
70 678	41 616	274 110	19 760	908 603	juil.
72 451	42 033	276 225	21 373	924 537	août
73 185	42 489	284 726	22 747	933 353	sep.
72 973	42 528	295 219	22 727	954 746	oct.

Tableau 2.3

Agrégats monétaires de la zone euro <sup>1) 2)</sup>

1	M3					
	M2			Dépôts à terme d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis < ou égal à 3 mois	Total
	M1		Total			
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue				
2	3	4	5	6	7	
1999						
déc.	340,8	1 582,1	1 922,9	874,8	1 280,5	4 078,2
2000						
mars	338,1	1 666,4	2 004,5	880,6	1 263,1	4 148,2
juin	338,6	1 656,8	1 995,4	924,3	1 245,6	4 165,3
sep.	339,7	1 676,1	2 015,8	965,8	1 231,0	4 212,6
déc.	337,7	1 688,3	2 026,0	985,6	1 216,2	4 227,8
<b>Élargissement de la zone euro</b>						
2001						
mars	339,0	1 767,6	2 106,6	1 058,2	1 216,4	4 381,2
juin	329,3	1 826,0	2 155,3	1 075,1	1 233,4	4 463,8
sep.	309,4	1 883,5	2 192,9	1 081,7	1 260,6	4 535,2
déc.	232,8	1 990,1	2 222,9	1 083,7	1 309,1	4 615,7
2002						
jan.	251,2	1 994,7	2 245,9	1 081,4	1 320,6	4 647,9
fév.	244,9	2 003,9	2 248,8	1 078,1	1 328,6	4 655,5
mars	254,2	1 986,8	2 241,0	1 084,7	1 335,6	4 661,3
avril	263,5	2 008,0	2 271,5	1 092,8	1 331,2	4 695,5
mai	272,8	2 018,4	2 291,2	1 083,7	1 337,6	4 712,5
juin	282,3	2 023,5	2 305,8	1 085,5	1 342,6	4 733,9
juil.	291,8	2 032,5	2 324,3	1 088,3	1 349,2	4 761,8
août	299,4	2 042,9	2 342,3	1 088,1	1 356,3	4 786,7
sep.	307,6	2 062,7	2 370,3	1 087,1	1 365,5	4 822,9
oct.	315,4	2 073,3	2 388,7	1 089,7	1 377,0	4 855,4
nov.	322,4	2 093,7	2 416,1	1 085,0	1 389,0	4 890,1
déc.	331,9	2 113,0	2 444,9	1 071,8	1 399,0	4 915,7
2003						
jan.	316,3	2 139,1	2 455,4	1 075,1	1 390,5	4 921,0
fév.	323,9	2 160,8	2 484,7	1 076,5	1 408,8	4 970,0
mars	331,0	2 169,9	2 500,9	1 073,4	1 427,4	5 001,7
avril	338,7	2 185,8	2 524,5	1 080,2	1 438,1	5 042,8
mai	342,3	2 212,2	2 554,5	1 080,6	1 449,0	5 084,1
juin	348,2	2 212,4	2 560,6	1 074,2	1 462,6	5 097,4
juil.	355,0	2 222,1	2 577,1	1 069,5	1 477,9	5 124,5
août	360,5	2 250,4	2 610,9	1 063,7	1 488,0	5 162,6
sep.	367,2	2 254,7	2 621,9	1 053,1	1 496,2	5 171,2
oct.	373,2	2 282,4	2 655,6	1 043,1	1 504,0	5 202,7
nov.	380,4	2 279,0	2 659,4	1 044,4	1 510,5	5 214,3
déc.	386,9	2 293,7	2 680,6	1 031,0	1 522,3	5 233,9
2004						
jan.	393,9	2 312,8	2 706,7	1 023,2	1 530,5	5 260,4
fév.	398,8	2 322,6	2 721,4	1 019,0	1 539,9	5 280,3
mars	405,3	2 352,4	2 757,7	1 005,2	1 551,0	5 313,9
avril	409,8	2 365,3	2 775,1	1 000,5	1 561,0	5 336,6
mai	416,3	2 357,5	2 773,8	1 003,3	1 572,4	5 349,5
juin	421,2	2 374,1	2 795,3	999,9	1 584,7	5 379,9
juil.	426,4	2 402,3	2 828,7	1 000,6	1 594,3	5 423,6
août	433,8	2 406,5	2 840,3	1 001,1	1 605,7	5 447,1
sep.	440,2	2 426,8	2 867,0	1 004,6	1 615,8	5 487,4
oct.	446,6	2 436,2	2 882,8	1 015,2	1 621,8	5 519,8
nov.	453,3	2 453,9	2 907,2	1 009,6	1 629,3	5 546,1
déc.	452,7	2 460,0	2 912,7	1 026,5	1 634,5	5 573,7
2005						
jan.	466,7	2 492,5	2 959,2	1 024,0	1 639,4	5 622,6
fév.	471,6	2 520,5	2 992,1	1 019,4	1 645,5	5 657,0
mars	477,6	2 529,7	3 007,3	1 019,3	1 656,1	5 682,7
avril	481,5	2 543,7	3 025,2	1 030,5	1 664,3	5 720,0
mai	487,0	2 563,6	3 050,6	1 023,9	1 678,3	5 752,8
juin	493,7	2 763,8	3 257,5	1 039,5	1 518,7	5 815,7
juil.	494,7	2 807,6	3 302,3	1 045,3	1 527,0	5 874,6
août	501,5	2 828,4	3 329,9	1 047,9	1 537,1	5 914,9
sep.	507,4	2 842,5	3 349,9	1 084,2	1 545,9	5 980,0

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 exigibilités 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.

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

<i>Pensions</i>	<i>Titres d'OPC monétaires</i>	<i>Titres de créance d'une durée &lt; ou égale à 2 ans</i>	<i>Total</i>	
8	9	10	11	12
154,3	291,4	142,5	4 666,4	1999 déc.
171,4	302,2	144,0	4 765,8	2000 mars
166,6	318,7	132,4	4 783,0	juin
175,2	312,9	130,5	4 831,2	sep.
185,0	311,4	135,7	4 859,9	déc.
<b>Elargissement de la zone euro</b>				
216,6	341,5	139,3	5 078,6	2001 mars
222,0	357,5	145,2	5 188,5	juin
231,0	384,9	147,6	5 298,7	sep.
229,9	411,6	145,9	5 403,1	déc.
218,1	419,0	141,8	5 426,8	2002 jan.
215,8	424,3	138,8	5 434,4	fév.
224,4	427,9	137,2	5 450,8	mars
220,6	429,2	134,7	5 480,0	avril
225,9	434,7	144,0	5 517,1	mai
231,0	440,0	132,8	5 537,7	juin
233,9	449,2	125,5	5 570,4	juil.
238,3	458,8	126,5	5 610,3	août
244,9	465,7	131,3	5 664,8	sep.
233,8	467,2	134,2	5 690,6	oct.
230,6	480,3	131,8	5 732,8	nov.
238,1	485,2	128,5	5 767,5	déc.
234,3	537,9	113,6	5 806,8	2003 jan.
228,2	545,9	112,8	5 856,9	fév.
221,8	553,1	103,1	5 879,7	mars
221,6	556,8	129,0	5 950,2	avril
223,0	563,1	107,8	5 978,0	mai
215,6	572,7	104,3	5 990,0	juin
224,9	583,0	98,8	6 031,2	juil.
220,1	580,4	96,8	6 059,9	août
218,9	582,1	92,1	6 064,3	sep.
221,5	585,8	104,1	6 114,1	oct.
225,1	588,4	103,7	6 131,5	nov.
218,4	596,1	92,7	6 141,1	déc.
215,9	593,2	95,6	6 165,1	2004 jan.
223,1	597,8	97,0	6 198,2	fév.
217,6	600,2	94,5	6 226,2	mars
216,0	602,8	99,5	6 254,9	avril
214,2	601,1	96,2	6 261,0	mai
218,1	611,0	100,1	6 309,1	juin
227,9	610,6	97,8	6 359,9	juil.
229,4	616,6	99,3	6 392,4	août
226,7	614,6	100,1	6 428,8	sep.
226,9	619,9	99,0	6 465,6	oct.
224,0	617,1	103,6	6 490,8	nov.
240,3	618,9	102,3	6 535,2	déc.
230,7	617,8	99,3	6 570,4	2005 jan.
221,0	614,2	114,1	6 606,3	fév.
225,8	613,2	106,1	6 627,8	mars
215,7	619,8	120,8	6 675,1	avril
231,3	627,4	113,4	6 724,8	mai
239,2	622,4	120,5	6 809,1	juin
243,3	632,3	119,2	6 869,4	juil.
252,6	631,8	120,7	6 920,0	août
244,9	636,6	120,3	6 981,8	sep.

Tableau 2.4

**Éléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises  
inclus dans les agrégats monétaires <sup>1) 2) 3)</sup>**

1	M3						7
	M1			M2		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		
1999							
déc.	0,5	43,0	43,5	78,3	4,1	125,9	
2000							
mars	0,6	54,9	55,5	78,0	4,4	137,9	
juin	0,5	51,6	52,1	84,5	3,5	140,1	
sep.	0,4	52,9	53,3	90,3	4,3	147,9	
déc.	0,4	50,7	51,1	90,6	4,8	146,5	
<b>Élargissement de la zone euro</b>							
2001							
mars	0,4	53,6	54,0	85,2	4,1	143,3	
juin	0,4	57,7	58,1	86,1	4,7	148,9	
sep.	0,4	57,6	58,0	83,0	4,4	145,4	
déc.	0,4	51,1	51,5	93,9	4,8	150,2	
2002							
jan.	0,0	59,0	59,0	88,7	4,7	152,4	
fév.	0,2	59,1	59,3	91,1	5,0	155,4	
mars	0,2	55,3	55,5	90,7	4,9	151,1	
avril	0,2	57,0	57,2	96,4	4,9	158,5	
mai	0,2	53,0	53,2	100,6	4,9	158,7	
juin	0,3	58,4	58,7	90,8	3,8	153,3	
juil.	0,4	55,0	55,4	89,7	4,0	149,1	
août	0,4	50,7	51,1	94,9	3,9	149,9	
sep.	0,4	55,6	56,0	89,9	3,9	149,8	
oct.	0,4	52,9	53,3	92,6	4,3	150,2	
nov.	0,4	52,3	52,7	89,9	5,3	147,9	
déc.	0,4	48,6	49,0	92,6	4,3	145,9	
2003							
jan.	0,4	56,9	57,3	90,7	5,5	153,5	
fév.	0,4	53,5	53,9	88,1	5,9	147,9	
mars	0,4	54,8	55,2	87,5	6,6	149,3	
avril	0,5	54,8	55,3	91,0	6,3	152,6	
mai	0,5	55,5	56,0	93,1	7,1	156,2	
juin	0,5	58,5	59,0	90,3	6,6	155,9	
juil.	0,5	57,2	57,7	91,9	6,4	156,0	
août	0,5	54,1	54,6	89,2	5,9	149,7	
sep.	0,5	57,7	58,2	85,6	5,7	149,5	
oct.	0,5	54,3	54,8	88,5	6,4	149,7	
nov.	0,5	56,7	57,2	85,4	6,4	149,0	
déc.	0,6	51,1	51,7	89,9	6,6	148,2	
2004							
jan.	0,7	57,2	57,9	88,2	7,6	153,7	
fév.	0,7	54,6	55,3	88,8	8,4	152,5	
mars	0,7	59,5	60,2	88,0	7,5	155,7	
avril	0,7	59,6	60,3	86,3	7,8	154,4	
mai	0,8	56,0	56,8	85,1	7,5	149,4	
juin	0,8	59,7	60,5	83,0	8,0	151,5	
juil.	0,8	56,8	57,6	83,1	8,1	148,8	
août	0,8	59,0	59,8	84,3	7,8	151,9	
sep.	0,8	63,0	63,8	82,0	7,5	153,3	
oct.	0,8	56,2	57,0	89,3	7,7	154,0	
nov.	0,9	63,5	64,4	77,7	9,0	151,1	
déc.	0,9	56,6	57,5	90,0	10,5	158,0	
2005							
jan.	0,9	65,0	65,9	84,1	10,3	160,3	
fév.	0,9	66,4	67,3	82,7	10,2	160,2	
mars	0,9	68,7	69,6	83,5	10,1	163,2	
avril	0,9	64,1	65,0	85,5	11,4	161,9	
mai	0,9	69,0	69,9	82,9	11,0	163,8	
juin	1,0	72,2	73,2	81,5	10,4	165,1	
juil.	1,0	69,4	70,4	82,4	10,9	163,7	
août	1,0	69,8	70,8	84,5	10,5	165,8	
sep.	1,0	66,9	67,9	93,5	11,0	172,4	

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.

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

<i>Pensions</i>	<i>Titres d'OPC monétaires</i>	<i>Titres de créances d'une durée ≤ ou égale à 2 ans</i>	<i>Total</i>	
8	9	10	11	12
0,4	35,7	-15,1	146,9	1999 déc.
0,4	38,8	-5,9	171,3	2000 mars
0,4	51,6	-13,5	178,6	juin
0,3	47,6	-11,4	184,4	sep.
0,1	39,8	-12,2	174,2	déc.
<b>Elargissement de la zone euro</b>				
0,4	38,5	-11,9	170,3	2001 mars
0,3	44,5	-16,7	177,0	juin
0,5	49,5	-7,6	187,8	sep.
0,1	54,9	-1,2	204,0	déc.
0,3	54,7	-3,1	204,3	2002 jan.
0,2	56,9	-4,7	207,8	fév.
0,3	57,8	-6,7	202,5	mars
0,3	58,2	-6,8	210,2	avril
0,6	58,7	-6,9	211,1	mai
1,1	60,0	-9,2	205,2	juin
0,5	63,4	-11,7	201,3	juil.
0,5	67,0	-13,6	203,8	août
0,1	67,2	-11,1	206,0	sep.
0,1	65,6	-12,5	203,4	oct.
0,1	69,6	-11,2	206,4	nov.
0,1	70,2	-10,6	205,6	déc.
0,2	69,4	-28,6	194,5	2003 jan.
0,2	71,0	-29,8	189,3	fév.
0,4	72,5	-30,9	191,3	mars
0,5	70,1	-32,4	190,8	avril
0,5	72,5	-30,5	198,7	mai
0,3	74,7	-27,2	203,7	juin
0,1	79,5	-26,1	209,5	juil.
0,1	79,0	-25,6	203,2	août
0,4	77,9	-28,2	199,6	sep.
1,1	78,5	-25,5	203,8	oct.
0,6	76,4	-23,6	202,4	nov.
0,1	80,1	-26,5	201,9	déc.
0,1	80,7	-28,8	205,7	2004 jan.
0,2	79,3	-28,3	203,7	fév.
0,2	81,0	-28,6	208,3	mars
0,2	83,6	-28,3	209,9	avril
0,2	84,7	-28,8	205,5	mai
0,1	83,8	-26,8	208,6	juin
0,1	80,0	-27,7	201,2	juil.
0,2	82,0	-30,1	204,0	août
0,1	79,4	-28,1	204,7	sep.
0,2	82,5	-24,0	212,7	oct.
0,1	80,6	-21,9	209,9	nov.
0,3	84,1	-24,8	217,6	déc.
0,3	85,7	-25,5	220,8	2005 jan.
0,4	83,3	-25,3	218,6	fév.
0,4	84,6	-25,4	222,8	mars
0,5	84,4	-24,0	222,8	avril
0,5	84,4	-25,9	222,8	mai
0,3	84,9	-24,2	226,1	juin
0,3	90,3	-24,8	229,0	juil.
0,4	90,7	-26,5	230,4	août
0,2	92,0	-26,7	237,9	sep.

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 <sup>1)</sup>**
*(en pourcentage annuel hors commissions, contrats nouveaux en moyenne pour la période)*

	Ménages				Sociétés non financières			
	Crédits			Dépôts	Crédits		Dépôts	
	Crédits à la consommation – fixation initiale du taux d'une durée supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans	Crédits immobiliers – taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an	Autres crédits – taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an	Dépôts à terme – échéance initiale inférieure ou égale à 1 an	Crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros – taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an	Crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros – taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an	Dépôts à terme – échéance initiale inférieure ou égale à 1 an	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2003								2003
jan.	5,82	4,25	4,30	2,52	4,16	3,49	2,74	jan.
fév.	5,47	4,16	4,04	2,46	4,26	3,44	2,70	fév.
mars	5,46	4,00	3,95	2,32	4,05	3,24	2,56	mars
avril	5,69	3,92	4,04	2,24	4,14	3,37	2,54	avril
mai	5,91	3,82	3,74	2,20	4,02	3,23	2,53	mai
juin	5,81	3,88	3,65	1,90	3,64	3,29	2,16	juin
juil.	5,68	3,76	3,64	1,86	3,52	3,55	2,09	juil.
août	5,61	3,75	3,74	1,82	3,47	3,35	2,08	août
sep.	5,62	3,74	3,42	1,85	3,51	3,20	2,07	sep.
oct.	5,54	3,53	3,57	1,84	3,32	3,33	2,01	oct.
nov.	5,50	3,51	3,68	1,76	3,26	3,38	1,96	nov.
déc.	5,46	3,41	3,49	1,82	3,51	3,23	1,97	déc.
2004								2004
jan.	5,69	3,39	3,61	1,78	3,42	3,10	2,05	jan.
fév.	4,92	3,42	3,74	1,77	3,39	3,24	2,01	fév.
mars	4,97	3,36	3,31	1,75	3,47	2,99	1,99	mars
avril	5,27	3,39	3,46	1,75	3,52	3,20	2,00	avril
mai	5,73	3,39	3,60	1,76	3,91	3,08	2,00	mai
juin	5,71	3,38	3,62	1,78	3,85	3,10	2,03	juin
juil.	5,70	3,43	3,62	1,78	3,84	3,20	2,03	juil.
août	5,69	3,49	3,70	1,76	3,93	3,26	2,02	août
sep.	5,57	3,41	3,48	1,79	3,88	2,93	2,03	sep.
oct.	5,58	3,38	3,54	1,79	3,94	3,29	2,05	oct.
nov.	5,58	3,41	3,55	1,82	3,97	3,19	2,07	nov.
déc.	5,60	3,38	3,46	1,87	3,91	3,16	2,26	déc.
2005								2005
jan.	5,40	3,43	3,63	1,85	3,84	3,16	2,04	jan.
fév.	5,00	3,45	3,39	1,85	3,86	3,19	2,02	fév.
mars	5,15	3,41	3,47	1,78	3,81	2,92	2,01	mars
avril	5,34	3,50	3,47	2,76	3,85	3,30	2,04	avril
mai	5,49	3,51	3,25	1,86	3,83	3,14	2,04	mai
juin	5,46	3,50	3,47	1,91	4,31	3,08	2,05	juin
juil.	5,53	3,50	3,61	1,80	3,84	3,18	2,03	juil.
août	5,50	3,51	3,30	1,80	3,85	3,10	2,04	août
sep.	5,43	3,55	3,52	1,83	3,80	2,99	2,07	sep.

Source: BCL.

1) Cette statistique repose sur une collecte de données effectuée auprès de 58 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 – encours <sup>1)</sup>**

1	Ménages					
	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
2	3	4	5	6	7	
2003						
jan.	5,57	4,28	4,22	1,70	2,49	2,05
fév.	5,53	4,17	4,11	1,67	2,41	2,00
mars	5,49	4,16	3,95	1,58	2,26	1,84
avril	5,49	4,00	3,93	1,58	2,25	1,80
mai	5,48	3,97	3,86	1,58	2,18	1,76
juin	5,46	3,94	3,67	1,50	1,94	1,37
juil.	5,38	3,73	3,60	1,21	1,83	1,34
août	5,40	3,68	3,55	1,20	1,79	1,34
sep.	5,40	3,69	3,48	1,23	1,80	1,44
oct.	5,33	3,70	3,46	1,21	1,78	1,44
nov.	4,61	3,67	3,47	1,21	1,74	1,45
déc.	5,31	3,65	3,50	1,20	1,77	1,44
2004						
jan.	5,30	3,64	3,48	1,19	1,74	1,45
fév.	5,29	3,63	3,45	1,19	1,73	1,45
mars	5,35	3,64	3,40	1,20	1,69	1,44
avril	5,05	3,60	3,36	1,17	1,69	1,44
mai	4,98	3,58	3,35	1,17	1,71	1,42
juin	4,95	3,57	3,42	1,17	1,72	1,43
juil.	4,95	3,56	3,39	1,16	1,72	1,41
août	4,94	3,57	3,42	1,19	1,73	1,43
sep.	5,01	3,49	3,37	1,19	1,74	1,42
oct.	5,02	3,48	3,36	1,15	1,75	1,40
nov.	4,99	3,49	3,45	1,15	1,77	1,38
déc.	4,99	3,48	3,37	1,16	1,80	1,40
2005						
jan.	5,86	3,47	3,38	1,17	1,79	1,36
fév.	5,82	3,46	3,35	1,17	1,80	1,43
mars	5,81	3,47	3,29	1,15	1,74	1,30
avril	5,80	3,45	3,32	1,16	1,80	1,44
mai	5,23	3,44	3,31	1,16	1,79	1,44
juin	5,74	3,44	3,33	1,15	1,81	1,43
juil.	5,75	3,45	3,34	1,12	1,79	1,42
août	5,72	3,42	3,34	1,15	1,79	1,42
sep.	5,75	3,45	3,31	1,21	1,80	1,48

Source: BCL

1) Cette statistique repose sur une collecte de données effectuée auprès de 58 établissements de crédit.

(pourcentages annuels hors commissions, encours en fin de période)

Sociétés non financières					
Crédits			Dépôts		
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	
8	9	10	11	12	13
					2003
4,01	4,22	4,81	2,45	2,68	jan.
3,90	4,10	4,80	2,23	2,76	fév.
3,72	4,00	4,67	2,07	2,58	mars
3,70	3,92	4,65	2,20	2,50	avril
3,66	3,92	4,57	2,11	2,49	mai
3,44	3,74	4,48	2,00	2,19	juin
3,36	3,67	4,37	1,72	2,08	juil.
3,33	3,66	4,33	1,64	2,05	août
3,33	3,63	4,30	1,70	2,05	sep.
3,31	3,66	4,30	1,52	2,04	oct.
3,30	3,65	4,25	1,60	2,04	nov.
3,33	3,67	4,27	1,33	2,01	déc.
					2004
3,29	3,71	4,27	1,42	2,08	jan.
3,47	3,67	4,31	1,54	2,03	fév.
3,16	3,66	4,30	1,59	1,98	mars
3,13	3,61	4,29	1,53	1,99	avril
3,08	3,58	4,30	1,37	1,99	mai
3,13	3,63	4,31	1,62	2,02	juin
3,16	3,65	4,30	1,59	2,03	juil.
3,16	3,60	4,28	1,69	2,03	août
3,18	3,58	4,29	1,78	2,03	sep.
3,21	3,63	4,30	1,58	2,03	oct.
3,20	3,62	4,32	1,69	2,04	nov.
3,20	3,69	4,32	1,46	2,13	déc.
					2005
3,16	3,60	4,32	1,63	2,03	jan.
3,19	3,59	4,23	1,60	2,01	fév.
3,18	3,55	4,27	1,76	2,01	mars
3,26	3,56	4,25	1,67	2,04	avril
3,21	3,51	4,10	1,67	2,05	mai
3,27	3,52	4,19	1,64	2,07	juin
3,33	3,48	4,14	1,54	2,05	juil.
3,34	3,46	4,13	1,68	2,06	août
3,28	3,52	4,13	1,49	2,07	sep.

Tableau 4.1

**Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois <sup>1)</sup>**

En fin de période	Etablissements de crédit luxembourgeois			Professionnels du secteur financier luxembourgeois			Sociétés de gestion luxembourgeoises			Total			En % de l'emploi total <sup>2)</sup>
	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Total</b>													
1991	8 317	7 675	15 992	638	386	1 024				8 955	8 061	17 016	8,6
1992	8 426	7 717	16 143	898	551	1 449				9 324	8 268	17 592	8,8
1993	8 948	7 919	16 867	1 014	650	1 664				9 962	8 569	18 531	9,1
1994	9 441	8 197	17 638	1 200	821	2 021				10 641	9 018	19 659	9,4
1995	9 887	8 368	18 255	1 072	755	1 827				10 959	9 123	20 082	9,4
1996	10 182	8 400	18 582	1 190	827	2 017				11 372	9 227	20 599	9,3
1997	10 464	8 671	19 135	1 355	968	2 323				11 819	9 639	21 458	9,3
1998	10 780	9 034	19 814	1 465	1 147	2 612				12 245	10 181	22 426	9,3
1999	11 515	9 682	21 197	1 516	1 272	2 788				13 031	10 954	23 985	9,4
2000	12 422	10 613	23 035	1 822	1 682	3 504				14 244	12 295	26 539	9,8
2001	12 857	11 037	23 894	2 206	1 993	4 199				15 063	13 030	28 093	9,9
2002	12 620	10 680	23 300	2 268	2 125	4 393				14 888	12 805	27 693	9,6
2003	12 223	10 290	22 513	2 368	2 068	4 436	42	56	98	14 633	12 414	27 047	9,2
<b>2004</b>													
mars	12 142	10 250	22 392	2 645	2 167	4 812	133	105	238	14 920	12 522	27 442	9,2
juin	12 208	10 262	22 470	2 697	2 236	4 933	266	188	454	15 171	12 686	27 857	9,2
sep.	12 263	10 257	22 520	2 749	2 200	4 949	247	178	425	15 259	12 635	27 894	9,2
déc.	12 268	10 281	22 549	3 514	2 491	6 005	320	193	513	16 102	12 965	29 067	9,6
<b>2005</b>													
mars	12 395	10 316	22 711	3 656	2 497	6 153	364	251	615	16 415	13 064	29 479	9,6
juin	12 442	10 428	22 870	3 651	2 436	6 087	495	447	942	16 588	13 311	29 899	9,6
sep.	12 514	10 493	23 007	3 810	2 458	6 268	694	649	1 343	17 018	13 600	30 618	9,7
<b>Luxembourgeois</b>													
1991	4 332	4 007	8 339	194	150	344				4 526	4 157	8 683	51,0
1992	4 291	3 908	8 199	212	182	394				4 503	4 090	8 593	48,8
1993	4 349	3 847	8 196	222	189	411				4 571	4 036	8 607	46,4
1994	4 347	3 769	8 116	233	184	417				4 580	3 953	8 533	43,4
1995	4 443	3 729	8 172	167	120	287				4 610	3 849	8 459	42,1
1996	4 433	3 680	8 113	189	138	327				4 622	3 818	8 440	41,0
1997	4 393	3 616	8 009	223	175	398				4 616	3 791	8 407	39,2
1998	4 320	3 507	7 827	273	208	481				4 593	3 715	8 308	37,0
1999	4 280	3 517	7 797	256	202	458				4 536	3 719	8 255	34,4
2000	4 233	3 600	7 833	291	216	507				4 524	3 816	8 340	31,4
2001	4 169	3 549	7 718	369	274	643				4 538	3 823	8 361	29,8
2002	4 039	3 363	7 402	375	320	695				4 414	3 683	8 097	29,2
2003	3 896	3 220	7 116	359	277	636	1	4	5	4 256	3 501	7 757	28,7
<b>2004</b>													
mars	3 839	3 203	7 042	421	295	716	9	9	18	4 269	3 507	7 776	28,3
juin	3 831	3 190	7 021	461	317	778	14	15	29	4 306	3 522	7 828	28,1
sep.	3 814	3 153	6 967	466	311	777	12	14	26	4 292	3 478	7 770	27,9
déc.	3 830	3 168	6 998	607	369	976	29	15	44	4 466	3 552	8 018	27,6
<b>2005</b>													
mars	3 797	3 125	6 922	608	350	958	25	24	49	4 430	3 499	7 929	26,9
juin	3 758	3 106	6 864	620	364	984	25	30	55	4 403	3 500	7 903	26,4
sep.	3 741	3 085	6 826	627	363	990	37	42	79	4 405	3 490	7 895	25,8
<b>Etrangers</b>													
1991	3 985	3 668	7 653	444	236	680				4 429	3 904	8 333	49,0
1992	4 135	3 809	7 944	686	369	1 055				4 821	4 178	8 999	51,2
1993	4 599	4 072	8 671	792	461	1 253				5 391	4 533	9 924	53,6
1994	5 094	4 428	9 522	967	637	1 604				6 061	5 065	11 126	56,6
1995	5 444	4 639	10 083	905	635	1 540				6 349	5 274	11 623	57,9
1996	5 749	4 720	10 469	1 001	689	1 690				6 750	5 409	12 159	59,0
1997	6 071	5 055	11 126	1 132	793	1 925				7 203	5 848	13 051	60,8
1998	6 460	5 527	11 987	1 192	939	2 131				7 652	6 466	14 118	63,0
1999	7 235	6 165	13 400	1 260	1 070	2 330				8 495	7 235	15 730	65,6
2000	8 189	7 013	15 202	1 531	1 466	2 997				9 720	8 479	18 199	68,6
2001	8 688	7 488	16 176	1 837	1 719	3 556				10 525	9 207	19 732	70,2
2002	8 581	7 317	15 898	1 893	1 805	3 698				10 474	9 122	19 596	70,8
2003	8 327	7 070	15 397	2 009	1 791	3 800	41	52	93	10 377	8 913	19 290	71,3
<b>2004</b>													
mars	8 303	7 047	15 350	2 224	1 872	4 096	124	96	220	10 651	9 015	19 666	71,7
juin	8 377	7 072	15 449	2 236	1 919	4 155	252	173	425	10 865	9 164	20 029	71,9
sep.	8 449	7 104	15 553	2 283	1 889	4 172	235	164	399	10 967	9 157	20 124	72,1
déc.	8 438	7 113	15 551	2 907	2 122	5 029	291	178	469	11 636	9 413	21 049	72,4
<b>2005</b>													
mars	8 598	7 191	15 789	3 048	2 147	5 195	339	227	566	11 985	9 565	21 550	73,1
juin	8 684	7 322	16 006	3 031	2 072	5 103	470	417	887	12 185	9 811	21 996	73,6
sep.	8 773	7 408	16 181	3 183	2 095	5 278	657	607	1 264	12 613	10 110	22 723	74,2

Source: BCL

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

2) Il s'agit de l'effectif total dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois par rapport à l'emploi total intérieur. 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, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois.

Tableau 4.3

## Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg

(en fin de période)

1	Origine géographique																	
	Total	Luxembourg	Allemagne	Belgique	Bésil	Chine	Danemark	États-Unis	France	Israël	Italie	Japon	Pays-Bas	Portugal	Grande-Bretagne	Suisse	Suède	Autres
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
<b>2003</b>																		
jan.	178	4	56	15	4	4	2	6	17	3	17	5	4	4	5	13	7	12
fév.	179	4	56	15	4	4	2	6	18	3	17	5	4	4	5	13	7	12
mars	178	4	55	15	4	4	2	6	18	3	17	5	4	4	5	13	7	12
avril	178	4	55	15	4	4	2	6	18	3	17	5	4	4	5	13	7	12
mai	176	4	54	15	4	4	2	6	18	3	17	5	3	4	5	13	7	12
juin	175	4	53	15	4	4	2	6	18	3	17	5	3	4	5	13	7	12
juil.	176	4	53	15	4	4	2	6	18	3	17	5	3	4	5	13	7	13
août	175	4	52	15	4	4	2	6	18	3	17	5	3	4	5	13	7	13
sep.	174	4	52	15	3	4	2	6	18	3	17	5	3	4	5	13	7	13
oct.	172	4	51	15	3	4	2	6	18	3	16	5	3	4	5	13	7	13
nov.	172	4	51	15	3	4	2	6	18	3	16	5	3	4	5	13	7	13
déc.	169	4	49	15	3	4	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13
<b>2004</b>																		
jan.	170	4	49	15	3	4	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	14
fév.	169	4	49	15	3	4	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13
mars	168	4	48	15	3	4	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13
avril	167	4	48	15	3	3	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13
mai	167	4	48	15	3	3	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13
juin	167	4	48	15	3	3	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13
juil.	167	4	48	15	3	3	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13
août	168	4	48	15	3	3	2	6	17	3	16	5	3	4	6	13	7	13
sep.	167	4	48	15	3	3	2	6	17	3	15	5	3	4	6	13	7	13
oct.	166	4	48	15	3	3	2	6	17	3	15	5	3	4	6	12	7	13
nov.	165	4	48	14	3	3	2	6	17	3	15	5	3	4	6	12	7	13
déc.	162	4	46	14	3	3	2	6	17	3	15	5	3	4	6	12	6	13
<b>2005</b>																		
jan.	161	4	46	14	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	12
fév.	161	4	46	14	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	12
mars	162	4	46	14	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13
avril	161	4	45	14	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13
mai	161	4	45	14	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13
juin	159	4	45	13	3	3	2	5	17	3	14	5	3	4	6	13	6	13
juil.	158	4	45	13	3	3	2	5	16	3	14	5	3	4	6	13	6	13
août	157	4	44	13	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13
sep.	157	4	44	13	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13
oct.	157	4	44	13	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13

Source: CSSF

Tableau 4.4

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

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

Rubrique des débits et des crédits	Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois			
	2005/03	2005/06	2005/09	2005/12
	1	2	3	4
1 Intérêts et dividendes perçus	8 475	16 277	25 274	
2 Intérêts bonifiés	7 533	14 287	22 341	
3 Marge sur intérêt (1-2)	942	1 990	2 933	
Revenus nets:				
4 sur réalisation de titres	117	224	313	
5 sur commissions	785	1 548	2 357	
6 sur opérations de change	80	150	237	
7 sur divers	87	59	288	
8 Revenus nets (4 + 5 + 6 + 7)	1 069	1 981	3 195	
9 Résultat brut (3 + 8)	2 011	3 971	6 128	
10 Frais de personnel	489	950	1 432	
11 Frais d'exploitation	347	692	1 052	
12 Frais de personnel et d'exploitation (10 + 11)	836	1 642	2 484	
13 Impôts divers, taxes et redevances	9	20	27	
14 Amortissements sur immobilisé non financier	70	136	201	
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 096	2 173	3 416	

Rubrique des débits et des crédits	Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois			
	2004/03	2004/06	2004/09	2004/12
	1	2	3	4
1 Intérêts et dividendes perçus	8 150	14 483	21 771	29 217
2 Intérêts bonifiés	7 189	12 616	19 017	25 310
3 Marge sur intérêt (1-2)	961	1 867	2 754	3 907
Revenus nets:				
4 sur réalisation de titres	129	277	341	412
5 sur commissions	735	1 430	2 094	2 773
6 sur opérations de change	78	154	211	271
7 sur divers	14	19	36	-7
8 Revenus nets (4 + 5 + 6 + 7)	956	1 880	2 682	3 449
9 Résultat brut (3 + 8)	1 917	3 747	5 436	7 356
10 Frais de personnel	459	888	1 339	1 799
11 Frais d'exploitation	342	671	1 009	1 373
12 Frais de personnel et d'exploitation (10 + 11)	801	1 559	2 348	3 172
13 Impôts divers, taxes et redevances	11	19	28	34
14 Amortissements sur immobilisé non financier	74	141	213	285
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 031	2 028	2 847	3 865

Source: BCL

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



Tableau 4.7

Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois <sup>1)2)</sup>

1. Actif									
	Caisse	Créances	sur les établissements de crédit	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	Portefeuille de titres autres que les actions	émis par des établissements de crédit	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
déc.	267	473 302	346 440	7 828	119 034	154 610	74 432	46 696	33 481
2003									
mars	234	472 147	351 540	5 991	114 616	158 207	74 487	47 898	35 822
juin	237	468 014	347 824	6 884	113 306	159 664	74 168	48 933	36 563
sep.	242	465 979	345 382	6 874	113 723	163 270	73 964	50 545	38 762
déc.	295	464 359	346 616	8 346	109 397	161 239	75 872	50 949	34 418
2004									
jan.	241	466 278	344 702	7 776	113 800	160 914	75 627	52 469	32 818
fév.	233	463 115	346 088	5 877	111 150	160 900	74 877	53 483	32 540
mars	234	483 394	357 892	7 717	117 785	159 992	74 869	52 459	32 664
avril	245	495 695	371 389	7 683	116 623	160 605	76 150	52 643	31 812
mai	238	486 612	364 241	5 731	116 640	160 968	74 880	53 935	32 153
juin	237	490 295	367 444	7 701	115 150	162 010	74 415	55 114	32 481
juil.	229	487 173	367 369	7 151	112 653	163 351	75 697	54 312	33 342
août	235	480 826	364 186	5 822	110 818	163 301	76 267	53 872	33 162
sep.	245	480 568	364 364	6 761	109 443	165 431	77 588	54 988	32 855
oct.	243	492 683	376 798	6 217	109 668	163 498	77 309	53 430	32 759
nov.	239	496 293	377 072	8 906	110 315	164 236	77 789	54 044	32 403
déc.	266	498 973	377 666	10 634	110 673	163 211	77 166	53 900	32 145
2005									
jan.	237	512 179	389 591	9 276	113 312	164 149	77 291	53 953	32 905
fév.	224	515 486	392 496	7 613	115 377	166 553	78 477	54 296	33 780
mars	247	508 755	384 308	7 528	116 919	172 273	79 045	57 730	35 499
avril	233	518 066	393 689	6 917	117 460	170 444	79 473	53 906	37 065
mai	234	521 935	396 571	7 387	117 976	175 301	82 060	54 814	38 428
juin	249	526 066	398 901	7 117	120 048	184 645	83 028	60 544	41 073
juil.	220	518 503	391 596	7 633	119 274	184 881	82 067	59 810	43 005
août	216	535 602	404 783	8 367	122 452	181 375	81 999	53 430	43 445
sep.	223	532 545	397 636	7 733	127 176	189 158	83 227	60 293	45 638
oct.	224	556 752	419 489	7 604	129 659	188 374	84 213	57 688	46 474
2. Passif									
	Dettes	envers les établissements de crédit	envers les administrations publiques	envers les autres secteurs	Dépôts à vue	Dépôts à terme	Dépôts remboursables avec préavis	Pensions	Titres de créance émis
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002									
déc.	524 592	314 052	8 015	202 525	59 826	6 666	135 126	907	79 531
2003									
mars	529 119	312 455	7 731	208 933	68 959	128 099	10 823	1 052	77 332
juin	530 913	307 647	8 634	214 632	73 757	129 787	10 364	724	72 499
sep.	531 155	311 559	8 957	210 639	71 921	128 322	9 480	917	72 880
déc.	526 677	308 299	11 071	207 307	62 934	133 598	10 263	512	74 399
2004									
jan.	530 837	305 435	9 959	215 443	71 531	132 072	11 430	410	71 781
fév.	529 726	305 778	9 496	214 452	67 567	133 757	12 298	830	70 168
mars	548 716	320 169	9 773	218 774	73 857	132 099	11 539	1 279	70 285
avril	562 730	333 725	10 157	218 848	73 752	130 838	12 049	2 209	73 052
mai	554 896	332 842	9 759	212 295	69 189	130 053	11 566	1 487	72 634
juin	557 057	335 306	8 897	212 853	73 482	125 948	12 449	974	71 977
juil.	555 605	336 087	9 429	210 089	69 810	126 579	12 722	978	71 783
août	549 036	327 408	9 248	212 381	71 426	127 835	12 173	947	71 656
sep.	550 098	325 971	9 145	214 982	74 847	127 001	11 849	1 285	72 637
oct.	527 507	302 853	11 505	213 149	67 453	133 467	10 583	1 645	76 437
nov.	561 736	336 220	10 259	215 256	75 336	125 324	13 607	989	73 707
déc.	560 664	329 761	10 633	220 270	67 089	136 931	15 210	1 039	76 902
2005									
jan.	573 961	336 351	10 397	227 212	78 043	133 169	14 877	1 123	77 376
fév.	579 679	342 003	10 251	227 425	77 910	133 180	14 570	1 765	78 192
mars	575 848	335 792	10 542	229 514	80 979	132 243	14 729	1 564	82 255
avril	586 328	343 723	10 944	231 660	77 506	135 741	16 844	1 568	80 843
mai	593 034	350 184	11 248	231 601	82 541	131 188	16 164	1 708	82 315
juin	603 349	354 194	10 925	238 229	86 920	134 482	15 068	1 759	85 181
juil.	596 151	348 024	10 847	237 280	82 337	137 671	15 532	1 739	85 144
août	608 287	356 164	10 334	241 788	82 679	142 638	14 887	1 583	85 525
sep.	611 897	354 895	11 095	245 906	78 948	149 922	15 388	1 648	86 449
oct.	635 856	374 103	10 630	251 124	79 732	153 642	15 917	1 833	86 236

Source: BCL

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

2) Les données se rapportant à l'année 2002 ont fait l'objet de certaines estimations en raison d'une collecte de base différente.

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

<i>Parts d'OPC monétaires</i>	<i>Portefeuille d'actions</i>	<i>émises par des établissements de crédit</i>	<i>émises par d'autres entités</i>	<i>Portefeuille de participations</i>	<i>émises par des établissements de crédit</i>	<i>émises par d'autres entités</i>	<i>Actifs immobilisés</i>	<i>Autres créances</i>	<i>Total de l'actif</i>	
<i>11</i>	<i>12</i>	<i>13</i>	<i>14</i>	<i>15</i>	<i>16</i>	<i>17</i>	<i>18</i>	<i>19</i>	<i>20</i>	<i>21</i>
130	3 631	847	2 785	9 747	6 560	3 187	3 639	17 290	662 618	2002 déc.
122	6 429	3 108	3 321	6 746	4 006	2 740	3 668	16 466	664 019	2003 mars
128	3 903	1 022	2 881	7 648	4 426	3 222	3 686	15 763	659 043	juin
121	3 739	1 134	2 605	6 935	3 653	3 282	3 673	16 152	660 112	sep.
121	3 959	974	2 985	6 822	3 471	3 351	3 638	15 538	655 971	déc.
122	3 940	906	3 034	6 918	3 494	3 424	3 649	15 543	657 605	2004 jan.
122	3 948	878	3 070	6 956	3 494	3 462	3 624	15 705	654 603	fév.
122	5 416	1 259	4 157	6 989	3 514	3 475	3 633	15 381	675 161	mars
124	7 246	1 363	5 883	7 033	3 554	3 479	3 636	15 749	690 333	avril
121	7 149	1 149	6 000	6 842	3 459	3 383	3 648	16 839	682 417	mai
125	5 020	918	4 102	7 032	3 611	3 421	3 660	16 262	684 641	juin
122	4 884	953	3 931	7 087	3 692	3 395	3 675	16 326	682 847	juil.
122	4 834	908	3 926	7 078	3 687	3 391	3 694	16 695	676 785	août
118	4 965	899	4 066	7 057	3 677	3 380	3 699	16 948	679 031	sep.
119	4 687	894	3 793	7 086	3 684	3 402	3 666	17 189	689 171	oct.
114	4 591	887	3 704	6 953	3 687	3 266	3 660	19 205	695 291	nov.
120	4 362	889	3 473	6 829	3 690	3 139	3 641	17 702	695 103	déc.
122	4 519	907	3 612	7 203	3 594	3 609	3 593	17 670	709 671	2005 jan.
120	5 363	933	4 431	7 880	4 234	3 647	3 604	17 734	716 965	fév.
138	5 309	1 224	4 085	8 118	4 426	3 692	3 607	16 682	715 129	mars
56	5 952	1 298	4 655	8 137	3 493	4 644	3 635	18 485	725 008	avril
121	5 569	921	4 648	8 134	4 435	3 699	3 651	18 975	733 921	mai
67	4 576	877	3 699	8 350	4 457	3 893	3 662	18 865	746 480	juin
144	4 630	838	3 792	8 244	4 433	3 812	3 674	18 977	739 273	juil.
60	4 793	914	3 879	8 504	4 670	3 833	3 681	18 356	752 586	août
145	4 838	955	3 883	8 565	4 670	3 895	3 666	19 173	758 314	sep.
63	4 801	954	3 848	8 706	4 678	4 028	3 551	19 882	782 353	oct.
<i>Capital</i>	<i>Eléments assimilables au capital</i>	<i>Réserves</i>	<i>Provisions</i>	<i>Corrections de valeur</i>	<i>Résultats</i>	<i>Autres exigibilités</i>	<i>Total du passif</i>			
<i>11</i>	<i>12</i>	<i>13</i>	<i>14</i>	<i>15</i>	<i>16</i>	<i>17</i>	<i>18</i>	<i>19</i>		
7 792	7 113	12 617	3 187	6 106	3 165	18 515	662 618	2002 déc.		
8 586	6 374	12 710	3 774	6 350	3 315	16 459	664 019	2003 mars		
8 569	7 180	12 970	3 338	5 242	2 303	16 029	659 043	juin		
8 544	7 281	12 868	3 308	5 051	2 992	16 032	660 112	sep.		
8 588	7 398	12 039	2 996	5 024	3 671	15 179	655 971	déc.		
8 586	7 422	12 048	3 062	5 023	3 847	14 999	657 605	2004 jan.		
8 565	7 421	12 040	3 060	4 978	4 061	14 584	654 603	fév.		
8 591	7 458	12 202	3 044	4 909	3 810	16 146	675 161	mars		
8 593	7 466	12 700	3 039	4 966	2 501	15 286	690 333	avril		
8 590	7 465	12 773	3 053	4 875	2 509	15 622	682 417	mai		
8 674	7 494	12 784	3 046	4 988	2 539	16 082	684 641	juin		
8 819	7 483	12 836	3 057	4 964	2 672	15 628	682 847	juil.		
8 819	7 483	12 834	3 038	4 897	2 872	16 150	676 785	août		
8 734	7 516	12 896	3 021	4 908	3 113	16 108	679 031	sep.		
8 571	7 250	12 873	3 282	5 043	3 232	16 032	660 226	oct.		
9 103	7 403	12 889	3 012	4 707	3 617	19 117	695 291	nov.		
9 098	7 062	12 878	3 098	4 809	4 219	16 373	695 103	déc.		
9 060	7 101	12 883	3 101	5 080	3 784	17 324	709 671	2005 jan.		
9 987	7 096	12 882	3 109	4 968	4 037	17 016	716 965	fév.		
9 975	7 108	12 879	3 076	5 005	3 837	15 146	715 129	mars		
9 990	7 130	13 448	3 111	5 001	3 012	16 145	725 008	avril		
10 177	7 158	13 142	3 144	5 021	2 927	17 003	733 921	mai		
10 213	7 171	13 155	3 196	5 077	3 066	16 071	746 480	juin		
10 161	7 174	13 117	3 167	4 947	3 202	16 210	739 273	juil.		
10 150	7 175	13 117	3 176	4 918	3 497	16 741	752 586	août		
10 120	7 221	13 121	3 178	4 964	3 886	17 479	758 314	sep.		
10 122	7 177	13 134	3 173	4 898	4 023	17 733	782 353	oct.		

Tableau 4.14

Evolution du nombre des OPC luxembourgeois <sup>1)</sup>

1	OPC à structure classique	Crédits		Nombre total d'OPC	Nombre total de compartiments	Nombre de compartiments monétaires
		Nombre d'OPC	Nombre de compartiments			
2	3	4	5	6	7	
2002						
jan.	777	1 140	6 828	1 917	7 605	401
fév.	771	1 151	6 856	1 922	7 627	401
mars	769	1 154	6 900	1 923	7 669	386
avril	771	1 163	6 949	1 934	7 720	387
mai	769	1 172	7 008	1 941	7 777	386
juin	766	1 177	7 017	1 943	7 783	387
juil.	765	1 181	7 028	1 946	7 793	384
août	767	1 187	7 028	1 954	7 795	382
sep.	761	1 199	7 053	1 960	7 814	382
oct.	759	1 201	7 087	1 960	7 846	389
nov.	752	1 203	7 042	1 955	7 794	382
déc.	751	1 190	7 055	1 941	7 806	375
2003						
jan.	753	1 199	7 067	1 952	7 820	396
fév.	752	1 198	7 039	1 950	7 791	394
mars	733	1 196	6 698	1 929	7 431	394
avril	730	1 194	6 979	1 924	7 709	401
mai	725	1 194	6 925	1 919	7 650	404
juin	722	1 195	6 906	1 917	7 628	399
juil.	725	1 192	6 904	1 917	7 629	399
août	730	1 195	6 883	1 925	7 613	399
sep.	721	1 191	6 884	1 912	7 605	397
oct.	714	1 187	6 876	1 901	7 590	397
nov.	714	1 188	6 883	1 902	7 597	395
déc.	690	1 180	6 819	1 870	7 509	391
2004						
jan.	688	1 181	6 827	1 869	7 515	421
fév.	692	1 200	6 832	1 892	7 524	421
mars	696	1 202	6 842	1 898	7 538	417
avril	699	1 205	6 901	1 904	7 600	416
mai	707	1 203	6 963	1 910	7 670	415
juin	710	1 199	6 969	1 909	7 679	411
juil.	721	1 203	6 989	1 924	7 710	410
août	731	1 205	7 016	1 936	7 747	411
sep.	730	1 214	7 048	1 944	7 778	410
oct.	736	1 219	7 072	1 955	7 808	410
nov.	744	1 219	7 091	1 963	7 835	408
déc.	742	1 226	7 134	1 968	7 876	407
2005						
jan.	745	1 227	7 149	1 972	7 894	407
fév.	753	1 231	7 206	1 984	7 959	405
mars	752	1 235	7 212	1 987	7 964	406
avril	755	1 241	7 299	1 996	8 054	406
mai	753	1 252	7 354	2 005	8 107	412
juin	760	1 265	7 447	2 025	8 207	417
juil.	762	1 265	7 484	2 027	8 246	418
août	761	1 275	7 488	2 027	8 249	428
sep.	775	1 278	7 557	2 053	8 332	412

Source: CSSF

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 <sup>1)</sup>

	Nombre d'OPC	Actifs nets	Emissions de parts	Rachats de parts	Investissement net en capital <sup>2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>3)</sup>	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1993	1 175	247 078	18 183	27 365	-9 182					
1994	1 283	247 502	16 376	16 948	-573					
1995	1 384	261 798	16 953	15 057	1 896	2 286	4 182	1,6		
1996	1 384	308 605	16 403	15 635	768	1 530	2 298	0,8	46 807	17,9
1997	1 426	391 765	19 926	17 209	2 717	4 781	7 498	2,0	83 160	26,9
1998	1 521	486 843	28 052	23 889	4 162	-674	3 488	0,7	95 078	24,3
1999	1 630	734 518	59 700	42 000	17 700	29 739	47 439	6,9	247 675	50,9
2000	1 785	874 600	45 200	36 300	8 900	-24 900	-16 000	-1,8	140 082	19,1
2001										
jan.	1 801	901 400	52 000	37 600	14 400	12 500	26 800	3,1	147 558	19,6
fév.	1 804	871 800	47 800	37 000	10 800	-40 500	-29 600	-3,3	67 601	8,4
mars	1 816	862 700	52 300	46 200	6 100	-15 200	-9 100	-1,0	26 476	3,2
avril	1 819	895 800	44 300	33 600	10 700	22 400	33 100	3,8	46 956	5,5
mai	1 830	924 500	61 100	46 400	14 700	14 000	28 700	3,2	90 239	10,8
juin	1 858	918 400	51 500	41 700	9 800	-15 900	-6 100	-0,7	67 634	7,9
juil.	1 876	900 200	57 800	50 000	7 800	-26 000	-18 200	-2,0	29 504	3,4
août	1 892	873 900	40 100	33 100	7 000	-33 300	-26 300	-2,9	-45 800	-5,0
sep.	1 892	835 600	57 100	50 800	6 300	-44 600	-38 300	-4,4	-75 600	-8,3
oct.	1 895	877 200	59 900	45 500	14 400	27 200	41 600	5,0	-46 900	-5,1
nov.	1 905	917 300	67 300	52 100	15 200	24 900	40 100	4,6	26 700	3,0
déc.	1 908	928 447	59 200	54 700	4 500	6 600	11 100	1,2	53 847	6,2
2002										
jan.	1 917	947 612	66 313	46 263	20 050	-838	19 165	2,1	46 212	5,1
fév.	1 922	949 088	54 240	48 483	5 757	-4 281	1 476	0,2	77 288	8,9
mars	1 923	967 726	60 256	54 378	5 878	12 760	18 638	2,0	105 026	12,2
avril	1 934	950 197	65 763	59 147	6 616	-24 145	-17 529	-1,8	54 397	6,1
mai	1 941	940 892	65 077	54 359	10 718	-20 023	-9 305	-1,0	16 392	1,8
juin	1 943	888 028	54 755	57 613	-2 858	-50 006	-52 864	-5,6	-30 372	-3,3
juil.	1 946	866 147	71 581	69 798	1 783	-23 664	-21 881	-2,5	-34 053	-3,8
août	1 954	870 625	50 793	47 320	3 473	1 005	4 478	0,5	-3 275	-0,4
sep.	1 960	835 594	54 887	58 070	-3 183	-31 848	-35 031	-4,0	-6	0,0
oct.	1 960	853 718	64 388	62 117	2 271	15 853	18 124	2,2	-23 482	-2,7
nov.	1 955	878 228	70 510	62 008	8 502	16 008	24 510	2,9	-39 072	-4,3
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	76 813	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

Source: CSSF

1) Les données se rapportant aux années 1993 à 1998 ont été converties en euros sur base du taux de conversion 1 EUR = 40,3399 LUF.

2) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

3) 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 <sup>1)</sup>

## 1. Actif

	Créances	sur les établissements de crédit	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	Portefeuille de titres autres que les actions	émis par des établissements de crédit	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003								
mars	19 306	18 201	179	926	141 906	80 508	14 955	46 442
juin	19 910	19 788	25	97	143 055	77 677	16 866	48 512
sep.	17 364	17 209	85	70	146 065	75 960	17 780	52 325
déc.	18 558	18 469	0	89	142 488	73 703	17 381	51 404
2004								
mars	19 129	18 985	0	144	146 424	76 702	17 910	51 813
juin	20 940	20 797	0	143	143 541	74 820	19 599	49 122
sep.	14 002	13 825	0	177	144 644	74 839	19 849	49 956
déc.	17 798	17 736	0	62	139 190	73 659	18 545	46 987
2005								
jan.	18 513	18 377	0	136	140 510	73 483	19 852	47 176
fév.	16 324	16 251	0	72	138 365	71 893	19 725	46 747
mars	17 748	17 692	0	56	139 809	74 121	20 068	45 620
avril	17 671	17 620	0	51	143 227	75 075	20 000	48 151
mai	16 399	16 339	0	60	146 739	77 270	19 367	50 102
juin	18 808	18 766	0	42	145 903	75 073	20 155	50 676
juil.	19 364	19 326	12	26	147 366	75 414	20 368	51 584
août	19 294	19 232	0	62	148 088	67 230	26 032	54 826
sep.	20 629	20 571	0	58	149 616	77 440	19 210	52 966
oct.	20 157	20 107	0	51	147 526	76 236	19 554	51 736

## 2. Passif

	Dettes envers les établissements de crédit	Parts émises	Autres exigibilités	Total du passif
1	2	3	4	5
2003				
mars	290	161 413	3 741	165 444
juin	354	162 270	4 977	167 601
sep.	571	163 388	3 469	167 428
déc.	703	161 142	2 458	164 303
2004				
mars	1 715	164 788	3 702	170 205
juin	535	164 307	4 524	169 366
sep.	669	158 491	4 058	163 218
déc.	829	157 403	3 791	162 023
2005				
jan.	839	159 772	6 010	166 622
fév.	451	155 673	4 259	160 383
mars	359	158 279	4 388	163 026
avril	528	160 749	4 714	165 991
mai	686	162 630	4 375	167 691
juin	545	163 608	5 352	169 505
juil.	477	166 397	4 470	171 343
août	549	166 770	4 632	171 951
sep.	596	169 175	5 268	175 039
oct.	864	166 535	4 994	172 393

Source: BCL

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

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

<i>Parts d'OPC monétaires</i>	<i>Portefeuille d'actions</i>	<i>émises par des établissements de crédit</i>	<i>émises par d'autres entités</i>	<i>Autres créances</i>	<i>Portefeuille de titres autres que les actions</i>	<i>Total de l'actif</i>
10	11	12	13	14	15	16
162	2	0	2	4 069	165 444	2003
26	3	0	3	4 607	167 601	mars
48	1	0	1	3 950	167 428	juin
98	1	0	1	3 158	164 303	sep. déc.
116	2	0	2	4 533	170 205	2004
38	2	0	2	4 845	169 366	mars
50	1	0	1	4 521	163 218	juin
96	1	0	1	4 938	162 023	sep. déc.
47	1	0	1	7 550	166 622	2005
46	6	0	6	5 642	160 383	jan.
44	6	0	6	5 419	163 026	fév.
44	6	0	6	5 043	165 991	mars
44	5	0	5	4 503	167 691	avril
49	6	0	6	4 739	169 505	mai
54	6	0	6	4 554	171 343	juin
60	7	0	7	4 502	171 951	juil.
55	7	0	7	4 732	175 039	août
63	7	0	7	4 639	172 393	sep. oct.

Tableau 5.1

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

	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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Banques de la zone recensée <sup>4)</sup></b>												
<b>Actifs</b>												
2000	4 041,1	907,5	330,7	78,3	423,5	99,8	85,0	147,8	110,2	120,4	6 344,3	
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												
mars	5 710,5	1 166,7	373,1	106,3	485,6	111,4	99,5	166,8	105,9	168,6	8 494,7	
juin	6 141,9	1 242,9	436,6	109,9	524,0	111,9	106,2	176,3	105,4	170,4	9 125,6	
sep.	6 214,1	1 226,9	418,3	113,5	530,6	114,0	115,5	189,2	105,7	187,5	9 215,1	
déc.	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												
mars	7 903,1	1 557,7	463,4	22,6	570,4	131,8	138,9	228,5	108,2	335,8	11 460,3	
juin	7 973,8	1 531,8	491,9	22,9	594,4	131,9	140,1	238,3	101,9	343,2	11 570,2	
sep.	8 179,3	1 614,8	492,5	29,2	608,8	134,8	146,8	247,5	101,2	385,7	11 940,5	
déc.	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	
<b>Passifs</b>												
2000	3 239,0	779,2	270,3	68,4	669,3	228,5	92,5	101,9	82,9	977,5	6 509,6	
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												
mars	4 776,2	950,7	222,0	76,6	796,4	263,6	93,7	123,9	79,8	1 190,2	8 573,1	
juin	5 105,2	1 020,4	209,1	81,3	856,4	260,6	92,6	121,2	84,8	1 252,8	9 084,4	
sep.	5 179,4	991,5	219,6	77,2	843,5	260,6	98,0	132,2	87,8	1 317,7	9 207,5	
déc.	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												
mars	6 269,0	1 203,0	255,8	35,2	922,2	303,9	139,3	159,0	90,1	1 668,8	11 046,3	
juin	6 294,5	1 176,0	264,5	33,7	908,1	306,1	143,5	170,1	90,1	1 733,6	11 120,2	
sep.	6 482,4	1 223,7	272,7	33,5	944,6	331,8	150,6	178,4	87,5	1 822,2	11 527,4	
déc.	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	
<b>dont: établissements de crédit au Luxembourg</b>												
<b>Actifs</b>												
2000	411,7	28,6	4,3	4,9	19,3	3,7	2,8	9,8	4,3	20,4	509,7	
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												
mars	491,6	38,3	8,2	5,3	24,5	2,3	2,5	9,3	3,0	21,6	606,6	
juin	522,4	36,1	10,3	5,7	25,4	1,5	2,2	9,9	3,8	1,0	618,1	
sep.	531,5	38,4	11,5	5,8	23,8	1,8	2,3	10,4	3,5	0,9	629,9	
déc.	585,6	38,0	12,2	1,9	23,0	1,9	2,2	12,5	3,6	1,0	681,9	
2004												
mars	578,7	35,3	15,2	2,1	22,1	6,7	2,0	11,9	3,8	4,2	682,0	
juin	567,3	35,6	18,8	2,2	21,8	6,7	2,0	12,5	3,1	4,5	674,5	
sep.	581,5	35,3	15,4	2,2	22,2	4,8	2,1	12,7	3,3	3,4	683,0	
déc.	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	
<b>Passifs</b>												
2000	287,2	7,4	1,0	9,4	22,9	4,9	2,4	4,2	3,5	46,8	389,6	
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												
mars	352,9	15,4	1,2	9,5	28,2	5,0	1,8	2,3	3,1	36,9	456,3	
juin	372,0	14,7	0,9	8,7	28,1	4,5	2,3	2,1	3,6	24,3	461,2	
sep.	372,1	16,4	1,3	9,3	28,7	5,0	2,5	2,4	3,5	23,5	464,7	
déc.	413,7	19,3	1,2	8,9	25,8	4,8	2,2	2,2	3,6	25,3	506,9	
2004												
mars	409,8	17,4	1,6	8,5	23,7	8,5	2,0	2,2	3,6	30,8	508,0	
juin	401,3	17,7	2,8	7,9	23,5	7,6	2,1	2,2	3,5	31,5	500,2	
sep.	407,4	14,5	1,4	8,6	26,6	6,2	1,6	2,4	3,6	32,3	504,5	
déc.	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	

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 le tableau de la page précédente 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.

(en pourcent du total; en fin de période)

	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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Banques de la zone recensée <sup>4)</sup></b>											
<b>Actifs</b>											
2000	63,7	14,3	5,2	1,2	6,7	1,6	1,3	2,3	1,7	1,9	100,0
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											
mars	67,2	13,7	4,4	1,3	5,7	1,3	1,2	2,0	1,2	2,0	100,0
juin	67,3	13,6	4,8	1,2	5,7	1,2	1,2	1,9	1,2	1,9	100,0
sep.	67,4	13,3	4,5	1,2	5,8	1,2	1,3	2,1	1,1	2,0	100,0
déc.	70,2	13,0	4,1	0,2	5,2	1,2	1,1	2,1	1,0	1,9	100,0
2004											
mars	69,0	13,6	4,0	0,2	5,0	1,2	1,2	2,0	0,9	2,9	100,0
juin	68,9	13,2	4,3	0,2	5,1	1,1	1,2	2,1	0,9	3,0	100,0
sep.	68,5	13,5	4,1	0,2	5,1	1,1	1,2	2,1	0,8	3,2	100,0
déc.	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
<b>Passifs</b>											
2000	49,8	12,0	4,2	1,1	10,3	3,5	1,4	1,6	1,3	15,0	100,0
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											
mars	55,7	11,1	2,6	0,9	9,3	3,1	1,1	1,4	0,9	13,9	100,0
juin	56,2	11,2	2,3	0,9	9,4	2,9	1,0	1,3	0,9	13,8	100,0
sep.	56,3	10,8	2,4	0,8	9,2	2,8	1,1	1,4	1,0	14,3	100,0
déc.	58,0	10,1	2,3	0,3	8,7	2,8	1,1	1,5	0,8	14,3	100,0
2004											
mars	56,8	10,9	2,3	0,3	8,3	2,8	1,3	1,4	0,8	15,1	100,0
juin	56,6	10,6	2,4	0,3	8,2	2,8	1,3	1,5	0,8	15,6	100,0
sep.	56,2	10,6	2,4	0,3	8,2	2,9	1,3	1,5	0,8	15,8	100,0
déc.	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
<b>dont: établissements de crédit au Luxembourg</b>											
<b>Actifs</b>											
2000	80,8	5,6	0,8	1,0	3,8	0,7	0,5	1,9	0,8	4,0	100,0
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											
mars	81,0	6,3	1,3	0,9	4,0	0,4	0,4	1,5	0,5	3,6	100,0
juin	84,5	5,8	1,7	0,9	4,1	0,2	0,4	1,6	0,6	0,2	100,0
sep.	84,4	6,1	1,8	0,9	3,8	0,3	0,4	1,6	0,6	0,1	100,0
déc.	85,9	5,6	1,8	0,3	3,4	0,3	0,3	1,8	0,5	0,1	100,0
2004											
mars	84,8	5,2	2,2	0,3	3,2	1,0	0,3	1,7	0,6	0,6	100,0
juin	84,1	5,3	2,8	0,3	3,2	1,0	0,3	1,9	0,5	0,7	100,0
sep.	85,1	5,2	2,3	0,3	3,3	0,7	0,3	1,9	0,5	0,5	100,0
déc.	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
<b>Passifs</b>											
2000	73,7	1,9	0,2	2,4	5,9	1,2	0,6	1,1	0,9	12,0	100,0
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											
mars	77,3	3,4	0,3	2,1	6,2	1,1	0,4	0,5	0,7	8,1	100,0
juin	80,7	3,2	0,2	1,9	6,1	1,0	0,5	0,5	0,8	5,3	100,0
sep.	80,1	3,5	0,3	2,0	6,2	1,1	0,5	0,5	0,8	5,1	100,0
déc.	81,6	3,8	0,2	1,7	5,1	0,9	0,4	0,4	0,7	5,0	100,0
2004											
mars	80,7	3,4	0,3	1,7	4,7	1,7	0,4	0,4	0,7	6,1	100,0
juin	80,2	3,5	0,6	1,6	4,7	1,5	0,4	0,4	0,7	6,3	100,0
sep.	80,7	2,9	0,3	1,7	5,3	1,2	0,3	0,5	0,7	6,4	100,0
déc.	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

Tableau 5.2

Activité bancaire internationale: ventilation par devise <sup>1) 2) 3)</sup>

(en milliards de USD; données brutes; encours en fin d'année)

En fin de période	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	XEU/EUR	CHF	JPY	Autres devises		
	1	4	5	6	8	9	10	
<b>Banques de la zone recensée <sup>4)</sup></b>								
<b>Actifs</b>								
2000	2 153,3	419,1	2 792,0	225,9	417,5	336,7	6 344,3	
2001	2 376,5	456,7	3 030,9	222,4	312,4	302,6	6 701,5	
2002	2 482,3	518,5	4 108,0	245,9	352,4	378,6	8 085,7	
2003								
mars	2 510,4	505,6	4 484,8	261,1	336,0	396,9	8 494,7	
juin	2 638,3	560,5	4 879,6	262,1	219,5	565,5	9 125,6	
sep.	2 578,7	575,2	4 988,8	183,0	390,1	499,3	9 215,1	
déc.	2 923,3	806,8	5 588,3	271,3	410,1	434,2	10 433,9	
2004								
mars	3 237,9	957,6	5 935,7	283,0	414,7	631,4	11 460,3	
juin	3 242,9	983,8	5 999,2	285,9	444,4	614,0	11 570,2	
sep.	3 318,8	911,3	6 316,1	282,8	445,5	665,9	11 940,5	
déc.	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	
<b>Passifs</b>								
2000	2 591,2	590,9	2 292,3	244,6	433,8	356,7	6 509,6	
2001	2 845,3	635,0	2 519,4	259,6	305,1	351,9	6 916,2	
2002	2 882,4	748,7	3 440,8	278,7	321,4	437,5	8 109,5	
2003								
mars	2 905,3	744,1	3 848,5	294,8	311,5	468,8	8 573,1	
juin	3 027,2	809,7	4 151,7	290,8	285,9	519,0	9 084,4	
sep.	2 974,5	848,9	4 233,0	295,5	312,3	543,3	9 207,5	
déc.	3 332,7	1 066,4	4 698,3	310,9	310,4	563,6	10 282,2	
2004								
mars	3 626,8	1 202,1	4 873,3	320,1	320,8	703,2	11 046,3	
juin	3 663,7	1 243,9	4 868,9	311,1	330,7	702,0	11 120,2	
sep.	3 719,2	1 182,1	5 206,8	315,2	353,7	750,4	11 527,4	
déc.	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	
<b>dont: établissements de crédit au Luxembourg</b>								
<b>Actifs</b>								
2000	128,1	17,7	305,9	29,5	14,1	14,5	509,7	
2001	136,2	17,2	306,0	31,9	13,3	14,6	519,2	
2002	149,4	28,6	391,5	37,8	16,5	18,2	641,9	
2003								
mars	138,5	18,0	380,2	37,3	15,6	17,0	606,6	
juin	137,9	19,6	389,7	34,3	16,8	19,8	618,1	
sep.	138,4	20,4	396,0	35,5	21,2	18,3	629,9	
déc.	140,4	22,8	431,4	42,3	24,8	20,3	682,0	
2004								
mars	137,7	22,9	427,4	40,3	30,1	23,5	682,0	
juin	138,0	21,2	407,1	42,1	43,0	23,1	674,5	
sep.	139,7	26,0	422,1	42,3	32,5	20,4	683,0	
déc.	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	
<b>Passifs</b>								
2000	118,9	19,9	212,3	17,7	9,3	11,7	389,6	
2001	119,1	18,3	224,9	22,0	5,4	11,8	401,5	
2002	137,0	24,6	274,7	27,7	5,9	16,0	485,8	
2003								
mars	126,4	18,4	264,9	26,2	5,6	14,8	456,3	
juin	117,3	20,3	278,5	24,6	5,2	15,2	461,2	
sep.	121,5	24,8	277,0	22,6	4,8	14,1	464,7	
déc.	127,0	28,9	308,8	24,7	4,9	13,6	508,0	
2004								
mars	126,9	26,6	304,2	26,4	5,7	18,2	508,0	
juin	125,7	24,4	297,3	27,3	7,3	18,3	500,2	
sep.	125,7	27,4	301,3	26,0	5,2	18,9	504,5	
déc.	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	

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.

(en pourcent du total; en fin de période)

En fin de période	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	XEU / EUR	CHF	JPY	Autres devises		
	1	2	4	5	6	8	9	
<b>Banques de la zone recensée <sup>4)</sup></b>								
<b>Actifs</b>								
2000	33,9	6,6	44,0	3,6	6,6	5,3	100,0	
2001	35,5	6,8	45,2	3,3	4,7	4,5	100,0	
2002	30,7	6,4	50,8	3,0	4,4	4,7	100,0	
<b>2003</b>								
mars	29,6	6,0	52,8	3,1	4,0	4,7	100,0	
juin	28,9	6,1	53,5	2,9	2,4	6,2	100,0	
sep.	28,0	6,2	54,1	2,0	4,2	5,4	100,0	
déc.	28,0	7,7	53,6	2,6	3,9	4,2	100,0	
<b>2004</b>								
mars	28,3	8,4	51,8	2,5	3,6	5,5	100,0	
juin	28,0	8,5	51,9	2,5	3,8	5,3	100,0	
sep.	27,8	7,6	52,9	2,4	3,7	5,6	100,0	
déc.	26,8	7,5	53,8	2,3	3,8	5,8	100,0	
<b>2005</b>								
mars	27,4	7,9	53,8	2,2	3,3	5,5	100,0	
<b>Passifs</b>								
2000	39,8	9,1	35,2	3,8	6,7	5,5	100,0	
2001	41,1	9,2	36,4	3,8	4,4	5,1	100,0	
2002	35,5	9,2	42,4	3,4	4,0	5,4	100,0	
<b>2003</b>								
mars	33,9	8,7	44,9	3,4	3,6	5,5	100,0	
juin	33,3	8,9	45,7	3,2	3,1	5,7	100,0	
sep.	32,3	9,2	46,0	3,2	3,4	5,9	100,0	
déc.	32,4	10,4	45,7	3,0	3,0	5,5	100,0	
<b>2004</b>								
mars	32,8	10,9	44,1	2,9	2,9	6,4	100,0	
juin	32,9	11,2	43,8	2,8	3,0	6,3	100,0	
sep.	32,3	10,3	45,2	2,7	3,1	6,5	100,0	
déc.	31,0	10,1	46,0	2,6	3,0	7,2	100,0	
<b>2005</b>								
mars	31,9	10,3	46,2	2,5	3,0	6,1	100,0	
<b>dont: établissements de crédit au Luxembourg</b>								
<b>Actifs</b>								
2000	25,1	3,5	60,0	5,8	2,8	2,8	100,0	
2001	26,2	3,3	58,9	6,1	2,6	2,8	100,0	
2002	23,3	4,4	61,0	5,9	2,6	2,8	100,0	
<b>2003</b>								
mars	22,8	3,0	62,7	6,2	2,6	2,8	100,0	
juin	22,3	3,2	63,0	5,6	2,7	3,2	100,0	
sep.	22,0	3,2	62,9	5,6	3,4	2,9	100,0	
déc.	20,6	3,3	63,2	6,2	3,6	3,0	100,0	
<b>2004</b>								
mars	20,2	3,4	62,7	5,9	4,4	3,4	100,0	
juin	20,5	3,1	60,4	6,2	6,4	3,4	100,0	
sep.	20,4	3,8	61,8	6,2	4,8	3,0	100,0	
déc.	18,1	4,1	64,0	5,9	4,2	3,6	100,0	
<b>2005</b>								
mars	20,3	4,1	61,9	5,8	3,9	3,8	100,0	
<b>Passifs</b>								
2000	30,5	5,1	54,5	4,5	2,4	3,0	100,0	
2001	29,7	4,5	56,0	5,5	1,4	2,9	100,0	
2002	28,2	5,1	56,5	5,7	1,2	3,3	100,0	
<b>2003</b>								
mars	27,7	4,0	58,1	5,7	1,2	3,2	100,0	
juin	25,4	4,4	60,4	5,3	1,1	3,3	100,0	
sep.	26,1	5,3	59,6	4,9	1,0	3,0	100,0	
déc.	25,0	5,7	60,8	4,9	1,0	2,7	100,0	
<b>2004</b>								
mars	25,0	5,2	59,9	5,2	1,1	3,6	100,0	
juin	25,1	4,9	59,4	5,5	1,5	3,7	100,0	
sep.	24,9	5,4	59,7	5,2	1,0	3,7	100,0	
déc.	21,6	5,1	64,0	4,5	0,8	3,9	100,0	
<b>2005</b>								
mars	24,7	5,1	60,0	4,6	1,5	4,1	100,0	

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, depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernsey, Jersey, Isle of Man.

Tableau 5.3

Activité bancaire internationale: part du Luxembourg <sup>1)2)</sup>

En fin de période	Banques de la zone recensée <sup>3)</sup>			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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Actifs</b>								
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
<b>Passifs</b>								
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

Source: BRI et BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte des 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) 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, depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernsey, Jersey, Isle of Man.

Tableau 6.1

Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg

(variations annuelles en pourcentage, sauf mention contraire)

Pondérations en % (2004)	IPCH de la zone euro (élément de comparaison)	IPCN <sup>1)</sup>	Inflation sous-jacente <sup>1) 2)</sup>	IPCH	Biens		Biens alimentaires		Biens industriels		Services	
	1000,0	765,8	729,4	1000,0	681,4	246,9	46,1	200,8	434,5	347,0	87,5	318,6
1999	1,12	1,03	0,92	1,03	0,82	1,56	1,40	1,69	0,52	0,16	2,87	1,50
2000	2,10	1,85	3,78	4,38	2,50	2,16	2,64	5,22	1,48	20,34	2,45	
2001	2,34	2,66	2,84	1,88	4,37	6,62	3,58	0,56	1,71	-2,58	3,58	
2002	2,25	2,07	2,49	2,06	1,53	4,71	4,53	-0,13	1,27	-3,67	3,26	
2003	2,07	2,05	2,07	2,53	2,38	4,00	4,67	1,34	1,33	-1,18	2,85	
2004	2,14	2,23	1,82	3,25	3,50	4,30	1,74	4,89	3,00	0,89	11,83	2,70
1999												
mars	0,98	0,58	1,12	0,58	0,36	2,06	2,05	2,08	-0,31	0,77	-6,46	1,08
juin	0,87	1,22	1,23	1,22	1,11	1,79	1,79	1,82	0,84	0,79	1,36	1,52
sept.	1,17	1,65	1,19	1,65	1,54	0,88	1,09	1,83	0,69	1,83	8,88	1,90
déc.	1,75	2,37	1,42	2,37	2,45	1,15	1,09	1,18	3,01	0,86	16,40	2,16
2000												
jan.	1,85	3,21	2,08	3,45	3,86	1,31	0,46	1,70	4,88	2,07	19,33	2,54
fév.	1,94	2,67	1,52	2,71	2,85	1,53	1,15	1,64	3,40	2,05	18,60	2,35
mars	1,93	2,81	1,44	3,02	3,37	1,35	0,63	1,66	4,24	1,21	21,96	2,36
avril	1,74	2,71	1,50	3,23	3,63	1,64	0,62	2,05	4,52	1,17	20,25	2,36
mai	1,73	2,55	2,07	3,27	3,91	2,38	0,99	2,92	3,91	1,34	15,88	2,33
juin	2,12	3,27	1,87	4,41	5,29	2,85	1,71	3,35	6,40	1,43	26,44	2,48
juil.	2,02	3,44	1,97	4,73	5,75	2,78	1,76	3,25	7,01	1,47	26,84	2,50
août	2,02	3,14	1,95	3,70	4,17	3,05	2,97	3,08	4,66	1,59	16,44	2,66
sept.	2,50	3,42	2,00	4,20	4,93	3,26	3,27	3,24	5,70	1,49	20,07	2,61
oct.	2,40	3,45	1,96	4,23	5,10	3,43	3,92	3,17	5,89	1,53	20,17	2,35
nov.	3,49	3,65	2,15	4,46	5,22	3,38	4,17	6,24	1,66	1,66	21,20	2,57
déc.	2,48	3,47	2,16	4,21	5,03	3,40	4,28	3,07	5,81	1,76	17,24	2,44
2001												
jan.	2,01	2,90	2,38	2,92	2,88	3,19	5,14	2,49	2,59	1,49	5,47	3,05
fév.	1,90	2,87	2,44	2,94	2,82	3,28	4,66	2,76	2,52	1,65	4,80	3,25
mars	2,18	2,89	2,47	3,04	2,92	3,27	4,91	2,67	2,69	1,56	5,69	3,26
avril	2,75	2,82	2,68	2,74	2,44	4,24	6,22	3,52	1,49	1,61	1,01	3,45
mai	3,13	3,27	2,69	3,77	3,95	4,26	6,75	3,37	3,72	1,60	9,44	3,35
juin	2,83	2,91	2,77	2,75	2,37	4,04	7,14	2,96	1,51	1,60	1,22	3,56
juil.	2,54	3,01	3,10	2,39	1,82	4,20	7,61	3,02	0,51	2,26	-3,80	3,67
août	2,35	2,82	3,02	2,97	3,50	1,99	7,69	3,18	0,74	1,89	-2,20	3,63
sept.	2,16	2,41	2,96	1,88	1,09	4,48	7,66	3,40	-0,67	1,81	-7,01	3,63
oct.	2,25	2,27	3,22	1,67	0,61	5,43	7,49	4,72	-1,85	1,77	-11,01	4,06
nov.	1,96	2,12	3,16	1,43	0,28	5,85	7,35	5,34	-2,55	1,75	-13,32	4,01
déc.	2,05	1,72	3,09	0,97	-0,39	5,83	6,73	5,52	-3,53	1,64	-16,47	4,02
2002												
jan.	2,62	2,32	3,06	2,17	1,55	5,80	7,12	5,47	-0,91	1,94	-8,42	3,55
fév.	2,52	2,27	2,80	2,21	1,66	5,66	7,47	5,16	-0,43	1,44	-5,59	3,44
mars	2,51	2,07	2,79	1,75	0,88	5,42	7,40	4,90	-1,48	1,27	-8,91	3,71
avril	2,31	2,15	2,58	1,95	1,27	4,17	5,83	3,74	-0,18	1,31	-3,90	3,44
mai	2,02	1,88	2,58	1,28	0,38	4,11	5,59	3,76	-1,49	1,36	-8,48	3,31
juin	1,93	1,73	2,43	1,23	0,34	4,53	4,50	4,58	-1,85	1,19	-9,28	3,25
juil.	2,02	2,01	2,62	1,93	1,30	4,88	4,51	5,07	-0,85	1,34	-6,15	3,36
août	2,12	1,84	2,28	2,02	1,51	4,58	3,31	5,04	-0,20	1,07	-3,40	3,15
sept.	2,11	2,02	2,29	2,25	1,89	4,34	3,45	4,69	0,57	1,16	-0,59	3,04
oct.	2,29	2,22	2,14	2,55	2,31	3,27	2,82	3,42	1,81	1,01	-4,80	3,04
nov.	2,29	2,16	2,16	2,64	2,49	3,84	2,45	4,18	1,65	1,04	2,90	2,96
déc.	2,28	2,24	2,18	2,79	2,74	4,05	2,52	4,39	1,84	1,14	4,20	2,92
2003												
jan.	2,10	2,31	1,96	3,23	3,36	3,93	0,94	4,60	3,04	0,97	9,04	2,98
fév.	2,37	2,45	3,24	3,20	3,24	3,92	1,10	4,55	2,71	1,18	7,30	3,04
mars	2,45	2,66	2,23	3,68	4,04	4,36	0,71	5,18	3,73	1,33	10,87	2,87
avril	2,07	2,20	2,13	2,90	2,96	4,52	0,82	5,35	1,88	1,32	3,17	2,76
mai	1,80	1,93	2,09	2,33	2,16	4,56	0,54	5,47	0,58	1,45	-2,11	2,70
juin	1,89	1,78	2,01	2,02	1,81	4,00	0,66	4,85	0,35	1,56	-3,28	2,50
juil.	1,89	1,62	1,72	1,92	1,72	3,71	0,45	4,92	0,37	1,45	-1,47	2,58
août	2,07	1,96	2,03	2,32	2,09	3,79	1,20	4,37	1,01	1,46	-0,40	2,77
sept.	2,16	2,11	2,21	2,62	2,38	3,74	0,81	4,39	1,47	1,55	0,83	3,15
oct.	1,97	1,68	2,14	1,74	1,21	4,11	1,33	4,72	-0,63	1,53	-6,95	2,97
nov.	2,15	1,84	2,03	2,05	1,67	3,53	1,51	3,98	0,51	1,36	-2,15	2,90
déc.	1,96	2,06	2,08	2,41	2,17	3,81	1,88	4,24	1,18	1,27	0,91	2,95
2004												
jan.	1,88	2,11	2,22	2,34	2,09	4,09	2,87	4,36	0,93	1,33	1,51	2,80
fév.	1,60	2,03	2,08	2,46	2,29	3,92	2,68	4,20	1,28	1,28	2,60	2,90
mars	1,68	1,79	2,06	2,02	1,55	3,63	2,72	3,83	0,30	1,18	-0,88	3,02
avril	2,03	2,13	2,04	2,69	2,55	3,81	2,95	4,00	1,76	1,00	5,47	3,01
mai	2,48	1,89	3,47	3,73	4,34	2,47	4,76	3,35	0,79	0,79	13,47	2,92
juin	2,39	2,58	2,01	3,92	4,31	4,56	2,33	5,07	4,14	0,93	16,60	3,07
juil.	2,30	2,43	1,89	3,79	4,32	4,93	2,46	5,49	4,02	1,02	16,27	2,62
août	2,29	2,27	1,66	3,64	4,14	4,70	1,34	5,47	3,79	0,72	16,02	2,55
sept.	2,11	1,99	1,53	3,11	3,54	4,93	1,07	5,81	2,70	0,74	11,31	2,20
oct.	2,07	2,46	1,50	4,07	4,79	4,38	0,39	5,30	5,01	0,61	22,16	2,48
nov.	2,19	2,44	1,54	3,97	4,61	4,36	-0,20	5,41	4,73	0,61	21,11	2,55
déc.	2,36	2,15	1,41	3,49	4,02	3,95	-0,11	4,88	4,07	0,59	17,87	2,32
2005												
jan.	1,93	1,97	1,61	2,82	2,98	4,00	0,01	4,93	2,36	0,59	9,02	2,54
fév.	2,10	2,24	1,70	3,29	3,67	4,30	-0,16	5,33	3,31	0,59	13,24	2,46
mars	2,09	2,39	1,69	3,48	4,01	4,64	0,24	5,64	3,65	0,65	14,57	2,36
avril	2,08	2,47	1,79	3,81	4,43	5,34	0,40	6,44	3,92	0,83	14,07	2,39
mai	1,98	2,39	1,69	3,69	4,28	4,92	0,57	5,86	3,92	0,83	13,51	2,33
juin	2,07	2,18	1,71	3,19	3,49	4,71	0,85	5,52	2,79	0,63	9,41	2,20
juil.	2,16	2,57	1,73	3,96	4,57	4,19	0,71	4,93	4,77	0,62	16,32	2,66
août	2,24	2,74	1,88	4,27	4,94	4,51	1,68	5,11	5,19	0,89	17,65	2,69
sept.	2,58	2,88	1,83	4,67	5,50	4,23	2,21	4,64	6,24	0,67	22,51	2,71
oct.	2,49	3,06	1,88	5,02	6,09	4,46	2,78	4,80	7,03	0,88	23,86	2,53

Source: EUROSTAT, sauf mention contraire.

1) Source STATEC.

2) La série en question est établie en excluant de l'indice général les positions suivantes: pommes de terre, café, thé (infusion), cacao et chocolat en poudre, gaz de ville, gaz naturel, gaz liquéfié, combustibles liquides, combustibles solides, gas-oil, essence, lubrifiants, additifs et fleurs. L'inflation sous-jacente est calculée par rapport à l'IPCH.

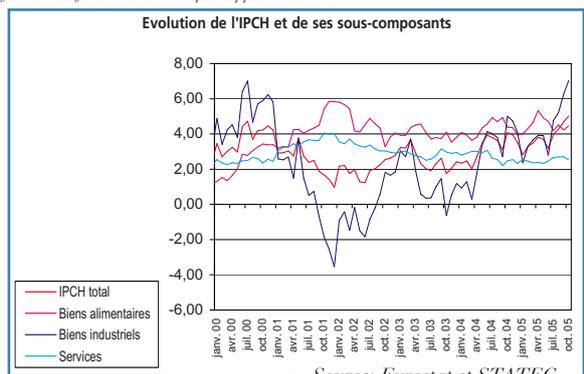
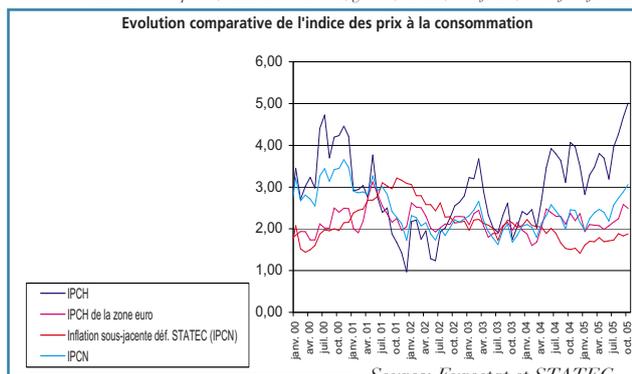


Tableau 6.2

## Prix des biens industriels et des matières premières

(variations annuelles en pourcentage, sauf mention contraire)

	Indice des prix à la production (IPP) dans l'industrie totale (à l'exclusion de la construction)									Prix mondiaux des matières premières (variations par rapport aux prix en USD)		
	Indice 2000 = 100	Taux de variation annuel	Selon le marché à la vente			Selon la finalité			Total <sup>1)</sup>	Non énergétiques <sup>1)</sup>	Pétrole brut <sup>2)</sup>	
			Marché domestique	Union Européenne	Hors Union Européenne	Biens d'équipement	Biens intermédiaires	Biens de consommation				
2000	100,00	4,85	6,24	4,34	5,08	3,28	5,52	3,20	30,96	3,72	59,10	
2001	99,84	-0,16	4,13	4,13	-1,31	0,65	-1,80	2,05	-10,32	-9,97	-13,82	
2002	99,04	-0,81	-1,08	-6,19	-0,47	1,99	-0,94	1,20	0,71	2,76	2,27	
2003	100,23	1,20	3,62	0,53	-0,20	0,69	0,78	1,71	14,35	14,20	15,53	
2004	109,27	9,02	9,05	8,81	10,03	5,56	12,83	-0,03	30,35	20,60	32,73	
2000												
jan.	96,22	0,25	3,24	-0,74	0,33	0,40	-0,44	3,03	52,19	6,68	129,66	
fév.	96,55	1,83	3,55	1,05	2,71	1,34	1,73	2,53	61,96	7,54	172,25	
mars	97,42	3,42	5,83	2,42	3,34	3,70	3,56	2,70	50,23	8,40	119,41	
avril	98,87	5,57	8,87	4,06	7,38	3,74	6,47	3,17	26,73	6,90	47,80	
mai	100,30	5,36	8,58	4,18	5,93	4,29	5,85	4,02	37,62	7,19	80,03	
juin	100,94	6,81	8,97	5,93	7,51	4,05	7,99	3,88	41,67	5,84	88,21	
juil.	101,29	6,87	8,46	6,23	7,37	4,51	8,13	3,45	28,83	5,43	49,97	
août	102,24	6,97	7,78	7,03	5,66	4,09	8,19	3,98	25,68	1,87	48,49	
sept.	101,49	6,08	5,74	6,37	5,36	4,21	7,06	3,37	24,34	1,73	46,34	
oct.	100,98	5,29	4,62	5,60	4,95	2,82	6,36	2,67	24,65	-0,71	40,91	
nov.	101,43	4,86	4,81	4,84	5,02	2,69	5,74	2,74	19,96	-2,72	32,25	
déc.	102,27	4,97	4,71	5,19	4,47	3,34	5,76	2,88	1,95	-2,57	-1,80	
2001												
jan.	100,32	4,26	7,69	8,65	4,34	3,91	2,97	2,52	1,28	-4,24	0,94	
fév.	100,33	3,92	8,94	9,03	2,73	3,23	2,58	3,07	0,62	-5,06	-1,30	
mars	100,49	3,16	7,18	6,80	2,84	0,24	2,00	2,94	-4,99	-7,25	-10,82	
avril	100,75	1,90	6,07	5,96	1,29	-0,31	0,47	2,92	4,91	-8,04	13,75	
mai	100,35	0,05	5,63	5,04	-1,14	-2,40	-1,68	2,20	-1,22	-8,78	3,83	
juin	99,91	-1,02	5,45	5,08	-3,22	-2,52	-3,11	1,99	-6,86	-9,84	-6,60	
juil.	100,41	-0,87	2,90	3,65	-2,24	-0,98	-2,05	2,03	-8,77	-10,30	-13,92	
août	100,28	-1,91	2,49	2,73	-3,41	-0,05	-3,46	1,38	-10,02	-11,00	-14,45	
sept.	99,21	-2,24	0,95	1,04	-3,46	0,32	-3,75	1,28	-16,44	-14,63	-22,12	
oct.	98,93	-2,03	1,57	1,96	-2,78	3,46	-4,05	1,56	-25,12	-14,77	-33,79	
nov.	98,59	-2,81	0,49	0,57	-3,42	2,71	-4,99	1,47	-30,78	-12,32	-41,76	
déc.	98,56	-3,63	0,81	-0,28	-6,36	0,79	-5,84	1,31	-21,13	-14,08	-25,98	
2002												
jan.	98,52	-1,79	-2,97	-6,77	-0,55	2,42	-2,17	1,07	-20,19	-13,68	-23,99	
fév.	98,28	-2,04	-3,37	-7,69	-1,72	2,53	-2,60	0,68	-20,80	-11,49	-25,98	
mars	98,01	-2,47	-2,16	-7,02	-3,67	3,42	-3,38	0,58	-6,76	-5,92	-2,91	
avril	98,55	-2,18	-2,24	-7,28	-2,17	2,86	-2,81	0,59	-3,51	-3,89	0,04	
mai	98,57	-1,78	-2,28	-7,97	-1,94	2,69	-2,10	0,68	-6,38	-3,46	-10,62	
juin	99,18	-0,73	-1,69	-8,30	0,68	3,26	-0,96	1,27	-5,79	2,34	-12,95	
juil.	100,02	-0,39	-0,67	-5,84	0,11	2,87	-0,56	1,21	2,21	6,87	5,01	
août	100,00	-0,28	-0,22	-6,26	0,27	1,19	-0,17	1,43	2,73	8,01	3,74	
sept.	99,35	0,14	1,46	-4,26	-1,43	1,11	0,26	1,61	8,84	13,62	11,01	
oct.	99,30	0,37	0,26	-4,60	-0,25	0,94	0,69	2,07	21,15	16,61	34,52	
nov.	98,78	0,19	0,70	-4,53	0,35	0,17	0,52	1,41	21,76	15,70	27,67	
déc.	99,91	1,37	0,44	-3,51	4,93	0,55	2,16	1,77	30,69	15,45	53,33	
2003												
jan.	99,97	1,46	2,23	1,30	0,80	1,46	1,16	2,09	38,21	17,60	60,54	
fév.	100,45	2,20	3,57	1,54	2,70	1,32	2,28	2,43	42,73	20,39	60,92	
mars	100,02	2,05	3,76	1,28	2,38	0,34	2,23	2,03	20,60	15,84	28,07	
avril	99,79	1,26	3,75	0,44	0,33	-0,08	1,02	1,77	3,75	15,17	-2,46	
mai	100,60	2,06	4,45	1,49	0,16	0,02	2,14	2,35	5,27	16,80	1,49	
juin	101,17	2,01	3,84	1,75	-0,29	-0,92	2,25	1,91	10,95	11,64	14,17	
juil.	100,50	0,47	3,89	-0,67	-0,66	-0,79	-0,29	1,74	9,30	7,17	10,21	
août	100,50	0,50	3,49	-0,26	-1,65	0,14	-0,57	2,06	10,52	8,90	11,89	
sept.	99,75	0,40	3,22	-0,55	-0,49	0,44	-0,65	1,96	0,51	8,88	-4,38	
oct.	100,25	0,96	3,62	0,08	0,08	2,25	0,38	0,57	8,88	14,45	7,40	
nov.	99,81	1,05	3,92	0,08	0,13	2,19	0,51	0,87	17,43	15,82	18,98	
déc.	99,99	0,08	3,67	-0,11	-5,66	2,00	-0,94	0,79	14,01	18,79	4,77	
2004												
jan.	99,74	-0,23	2,96	-0,32	-5,84	4,65	-0,75	-0,89	11,63	22,89	-0,35	
fév.	99,83	-0,61	3,46	-1,18	-5,80	4,66	-0,82	-0,99	7,03	23,97	-5,45	
mars	102,56	2,54	4,83	2,68	-2,54	1,67	3,95	-0,64	20,71	29,49	11,40	
avril	105,95	6,18	8,61	6,08	1,81	5,45	8,74	-0,25	35,49	29,37	33,33	
mai	108,38	7,73	10,28	6,68	7,66	1,29	11,70	0,15	40,50	23,11	46,92	
juin	110,49	9,22	10,27	6,68	10,20	7,89	12,95	0,32	32,73	24,07	27,73	
juil.	110,35	9,80	9,17	9,49	12,68	3,34	14,45	0,19	34,42	24,58	35,11	
août	111,90	11,34	9,77	11,05	16,05	3,98	16,87	0,00	37,21	19,94	44,25	
sept.	114,83	15,12	11,67	15,14	22,18	12,33	20,94	-0,29	43,13	16,89	60,07	
oct.	114,90	14,61	12,34	14,60	19,37	7,92	20,36	0,58	45,54	12,17	68,20	
nov.	115,37	15,59	12,77	16,10	18,93	2,30	22,83	0,79	35,39	12,95	49,64	
déc.	116,99	17,00	12,10	17,03	27,02	14,35	22,96	0,72	24,39	10,66	32,66	
2005												
jan.	117,81	18,12	10,72	17,89	34,99	12,08	24,11	1,41	26,64	9,44	42,01	
fév.	116,35	16,55	8,36	17,38	30,08	4,66	22,90	1,62	28,22	7,92	47,59	
mars	116,98	14,06	6,58	15,02	25,17	-0,37	19,90	1,28	33,91	8,91	57,04	
avril	115,54	9,06	1,96	10,08	19,18	-0,26	12,13	2,04	32,24	7,39	55,46	
mai	115,85	6,90	-1,21	8,89	14,35	3,41	8,49	1,05	19,69	7,24	28,35	
juin	116,59	5,52	-1,76	6,46	16,14	-1,20	7,15	1,21	32,09	7,62	54,33	
juil.	115,43	4,60	0,69	4,80	11,56	4,10	4,22	1,11	31,71	8,21	49,88	
août	116,96	4,52	-0,17	5,65	8,48	6,11	3,90	1,05	33,57	12,98	48,94	
sept.	117,65	2,45	1,42	2,41	4,66	-3,95	2,40	1,20	34,09	13,31	45,18	
oct.									18,38	12,86	17,58	

Source: STATEC sauf mention contraire

1) Source: Base de données de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). 2) Source: Bloomberg (Dated European Quote)

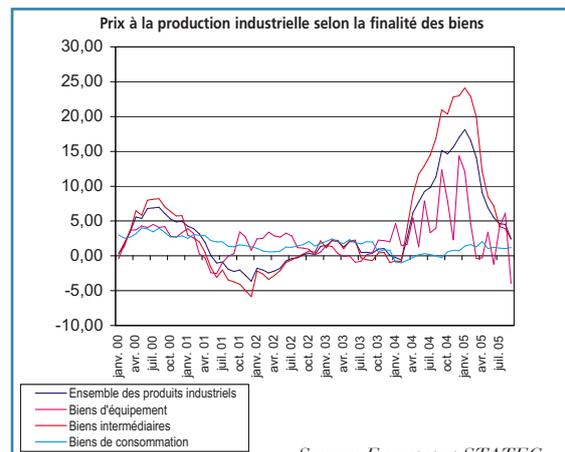
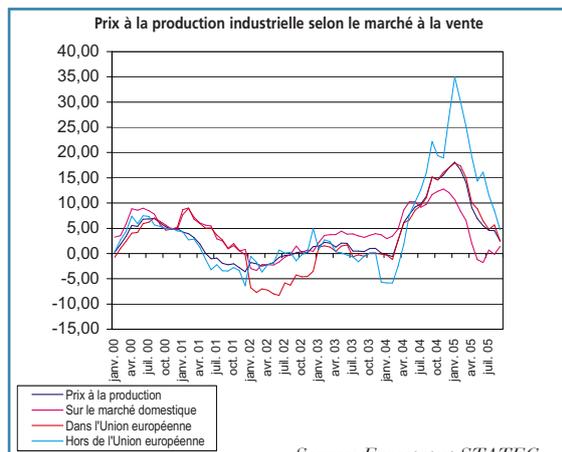


Tableau 6.3

## Indicateurs de coûts et termes de l'échange

(variations annuelles en pourcentage, sauf mention contraire)

	Coûts salariaux					Prix liés au commerce extérieur	Valeurs unitaires	
	de l'emploi salarié total (par mois et par personne)	dans l'industrie		dans l'industrie manufacturière			Exportation	Importation
		Salaires et traitements	Salaires	Gain horaire moyen des ouvriers	Revenu moyen par salarié			
2001	5,48	5,46	5,51	0,15	3,91	0,63	1,00	0,37
2002	3,13	1,41	-0,42	-1,19	2,20	0,08	1,63	1,54
2003	3,16	1,75	1,26	0,39	2,46	.	.	.
2004	3,08	2,02	1,74	1,54	2,59	.	.	.
2001								
jan.	7,24	8,34	9,41	4,09	5,81	1,57	3,52	1,92
fév.	5,44	5,52	4,70	-3,25	3,08	2,91	3,97	1,03
mars	4,18	8,26	8,43	-2,10	5,62	2,00	2,57	0,56
avril	7,37	8,84	10,29	0,56	6,09	-1,35	1,09	2,47
mai	8,35	5,78	5,85	-0,17	3,41	-0,29	0,51	0,80
juin	6,94	7,13	7,52	-1,37	4,63	-2,02	-1,26	0,77
juil.	4,96	8,95	11,16	3,23	7,05	-1,11	-0,05	1,07
août	4,22	4,43	4,67	1,11	3,06	-0,33	-0,15	0,18
sept.	3,87	2,60	1,54	-1,31	1,55	3,06	2,45	-0,59
oct.	4,45	2,99	2,88	2,50	2,61	1,54	0,95	-0,58
nov.	4,41	4,18	1,85	-0,41	4,81	0,79	-1,03	-1,81
déc	4,59	0,60	0,19	-1,14	0,40	0,96	-0,31	-1,26
2002								
jan.	3,85	2,65	2,91	0,24	2,38	0,87	2,28	1,39
fév.	4,04	3,19	0,57	-1,01	3,28	-0,12	1,54	1,66
mars	4,17	-1,18	-4,08	-4,34	-1,23	1,79	2,90	1,10
avril	2,34	0,36	-1,30	2,42	1,14	2,90	3,79	0,86
mai	0,95	3,03	1,66	-2,14	4,39	1,58	3,82	2,21
juin	1,89	0,95	-3,06	-4,60	2,49	1,75	3,15	1,38
juil.	2,96	-3,33	-5,89	0,15	-1,83	1,69	2,31	0,61
août	2,89	-0,86	-3,91	-5,29	0,21	-2,52	-1,14	1,41
sept.	4,02	2,87	1,60	0,39	3,94	-1,20	-0,32	0,89
oct.	3,39	1,05	1,04	0,53	2,50	-1,89	-0,38	1,54
nov.	3,77	5,64	4,82	-2,19	5,78	-1,27	0,91	2,20
déc	3,38	2,16	0,61	1,99	2,94	-2,37	0,87	3,32
2003								
jan.	1,90	0,51	-0,53	-0,44	1,58	.	.	.
fév.	2,53	0,20	0,27	0,73	1,12	.	.	.
mars	3,79	3,89	2,39	0,16	5,13	.	.	.
avril	3,83	2,17	0,50	-1,07	3,42	.	.	.
mai	1,79	1,66	2,24	-1,37	2,25	.	.	.
juin	2,24	0,93	2,93	3,01	1,54	.	.	.
juil.	1,84	0,92	1,25	0,98	1,68	.	.	.
août	2,93	2,06	0,39	-1,66	2,92	.	.	.
sept.	4,53	2,40	3,18	3,46	2,66	.	.	.
oct.	4,12	4,76	2,36	0,35	4,82	.	.	.
nov.	2,91	1,03	-0,84	-1,38	1,80	.	.	.
déc	4,99	0,89	1,00	2,15	1,20	.	.	.
2004								
jan.	2,44	2,64	1,93	-1,08	2,68	.	.	.
fév.	3,51	4,08	4,78	0,61	4,94	.	.	.
mars	4,52	2,13	3,67	7,41	2,70	.	.	.
avril	3,47	4,73	2,25	2,35	5,34	.	.	.
mai	3,85	2,35	0,17	-2,17	2,54	.	.	.
juin	3,11	2,84	2,15	4,05	3,60	.	.	.
juil.	3,13	2,24	0,43	-0,90	3,00	.	.	.
août	1,56	2,25	3,21	4,14	2,37	.	.	.
sept.	0,42	-0,14	-0,36	1,65	1,02	.	.	.
oct.	2,48	-2,45	-2,07	-4,35	-1,69	.	.	.
nov.	4,63	2,93	2,81	5,18	3,53	.	.	.
déc	3,51	1,10	2,30	2,33	1,56	.	.	.
2005								
jan.	3,61	0,24	-0,04	-2,72	1,03	.	.	.
fév.	2,77	0,38	-2,01	-2,61	0,79	.	.	.
mars	3,06	2,34	-0,27	-2,05	2,80	.	.	.
avril	3,97	0,49	0,54	-2,82	0,45	.	.	.
mai	3,45	1,88	1,34	3,67	2,14	.	.	.
juin	4,56	1,69	-0,09	-0,93	1,60	.	.	.
juil.	3,18	0,72	0,20	-4,79	-0,46	.	.	.
août	.	1,29	1,56	-1,20	0,81	.	.	.

Source: STATEC

Tableau 7.1

**Le produit intérieur brut  
aux prix du marché et ses composantes (version SEC 95)**

A prix courants (en millions de EUR)

	PIB	Dépense de consommation finale privée	Dépense de consommation finale publique	Formation brute de capital	Exportations	Importations
1995	13 215	6 330	2 435	2 831	14 414	12 796
1996	13 928	6 698	2 632	3 013	15 482	13 897
1997	15 491	7 058	2 776	3 570	18 481	16 393
1998	17 007	7 601	2 851	4 031	21 653	19 129
1999	18 739	7 914	3 145	4 597	25 509	22 426
2000	21 279	8 490	3 343	4 999	32 320	27 874
2001	22 020	9 212	3 729	5 245	33 708	29 873
2002	22 805	9 706	4 018	4 827	32 758	28 505
2003	23 956	10 048	4 361	5 059	32 924	28 437
2004	25 664	10 404	4 708	4 999	37 522	31 970

(taux de variation annuels en %)

1995	.	.	.	.	.	.
1996	5,4	5,8	8,1	6,4	7,4	8,6
1997	11,2	5,4	5,5	18,5	19,4	18,0
1998	9,8	7,7	2,7	12,9	17,2	16,7
1999	10,2	4,1	10,3	14,0	17,8	17,2
2000	13,6	7,3	6,3	8,7	26,7	24,3
2001	3,5	8,5	11,5	4,9	4,3	7,2
2002	3,6	5,4	7,8	-8,0	-2,8	-4,6
2003	5,0	3,5	8,5	4,8	0,5	-0,2
2004	7,1	3,5	8,0	-1,2	14,0	12,4

Source: STATEC

A prix constants avec l'année 1995 comme base de référence (en millions de EUR)

	PIB	Dépense de consommation finale privée	Dépense de consommation finale publique	Formation brute de capital	Exportations	Importations
1995	13 215	6 330	2 435	2 831	14 414	12 796
1996	13 656	6 604	2 572	3 000	15 247	13 768
1997	14 790	6 859	2 651	3 460	17 496	15 677
1998	15 809	7 309	2 686	3 915	19 967	18 079
1999	17 044	7 496	2 882	4 419	22 918	20 718
2000	18 582	7 840	3 021	4 631	26 888	23 918
2001	18 870	8 239	3 217	4 727	27 383	24 792
2002	19 335	8 502	3 319	4 331	27 221	24 154
2003	19 900	8 640	3 486	4 484	27 720	24 548
2004	20 804	8 766	3 693	4 405	29 994	26 213

(taux de variation annuels en %)

1995	.	.	.	.	.	.
1996	3,3	4,3	5,6	6,0	5,8	7,6
1997	8,3	3,9	3,0	15,3	14,7	13,9
1998	6,9	6,6	1,3	13,1	14,1	15,3
1999	7,8	2,6	7,3	12,9	14,8	14,6
2000	9,0	4,6	4,8	4,8	17,3	15,4
2001	1,5	5,1	6,5	2,1	1,8	3,7
2002	2,5	3,2	3,2	-8,4	-0,6	-2,6
2003	2,9	1,6	5,0	3,6	1,8	1,6
2004	4,5	1,5	6,0	-1,8	8,2	6,8

Source: STATEC

Avertissement: en raison du calcul des agrégats à prix constants par chaînage (de données calculées aux prix de l'année précédente) ces derniers ne sont pas additifs à partir de la deuxième année suivant l'année de référence.

Tableau 7.2

[taux de croissance en % (ou spécifié autrement);

chiffres ajustés pour les jours ouvrables;

## Autres indicateurs de l'économie réelle

à l'exception des nouvelles immatriculations de voitures particulières]

	Production industrielle								Commerce de détail et réparation d'articles domestiques (en volume)	Nouvelles immatriculations de voitures particulières
	Ensemble de l'industrie 2000 = 100	Ensemble de l'industrie à l'exception de la sidérurgie	Manufacture	Biens énergétiques	Industrie des biens intermédiaires (hors l'industrie de l'énergie)	Biens d'investissement	Biens de consommation	Construction		
2001	103,1	3,4	2,7	7,9	2,0	-7,1	11,7	4,2	5,8	0,1
2002	105,4	3,1	1,7	6,7	1,4	0,1	3,3	2,0	0,2	0,1
2003	111,2	6,6	4,3	13,4	4,7	-0,5	3,9	1,2	17,0	-5,3
2004	118,6	8,0	5,9	14,2	6,0	13,2	2,8	-1,2	7,8	4,8
2001										
jan.	110,4	7,4	12,4	0,6	10,8	4,1	9,7	0,1	1,8	7,6
fév.	104,9	6,4	7,4	0,0	7,6	-16,9	12,8	5,0	-0,2	-7,4
mars	114,8	9,7	10,3	4,9	11,1	-6,0	20,4	-0,2	3,0	1,5
avril	107,8	4,8	0,1	18,0	-2,3	-1,1	13,3	-2,4	7,4	-17,2
mai	107,2	2,4	1,0	4,7	1,1	-7,9	7,5	-2,5	6,1	-14,5
juin	105,1	5,1	2,7	20,7	3,2	-13,8	13,9	11,3	7,1	8,7
juil.	102,5	5,1	3,1	-2,1	-1,8	10,1	14,8	8,9	-2,0	10,2
août	74,6	-4,6	-4,8	10,5	-4,1	-7,3	0,8	8,8	-5,6	13,1
sept.	101,1	2,0	1,7	34,2	3,4	-16,7	8,2	4,4	-1,1	-6,0
oct.	105,7	1,3	4,5	-0,7	3,4	-6,3	13,5	6,3	15,2	18,8
nov.	109,7	6,2	6,3	11,4	1,5	-4,9	21,4	10,4	19,1	9,5
déc.	94,1	-6,0	-12,8	8,7	-11,6	-16,8	3,9	2,6	17,4	0,9
2002										
jan.	106,1	1,3	-6,0	17,5	-8,2	-13,9	8,3	2,4	2,3	-1,6
fév.	103,0	-1,5	-1,8	0,9	-6,4	17,6	-0,6	4,7	4,5	11,4
mars	111,1	-2,8	-4,8	-1,9	-8,1	3,7	1,1	8,2	-0,4	-1,2
avril	110,1	1,7	3,5	-3,0	2,8	-5,4	8,7	14,7	-12,3	28,4
mai	110,2	2,8	0,1	20,6	-0,4	-13,5	4,8	3,3	-6,8	-3,1
juin	108,7	5,4	4,0	3,4	5,6	2,0	6,0	2,1	-0,5	-3,3
juil.	102,2	-1,7	-0,6	11,9	4,8	-23,2	-0,7	-2,7	5,8	1,5
août	80,3	5,6	6,5	11,2	5,7	2,3	3,0	-2,4	6,0	-24,9
sept.	103,9	6,2	4,6	-3,3	3,3	22,4	4,2	-0,5	9,8	6,2
oct.	116,3	11,8	7,9	26,7	6,8	12,8	4,2	1,5	-1,3	-3,9
nov.	112,0	4,5	3,0	-0,8	5,8	3,5	-2,5	-3,3	0,4	-11,9
déc.	101,4	4,9	7,1	5,8	9,5	2,9	3,7	-6,0	-0,8	-13,0
2003										
jan.	109,9	5,5	5,2	-1,5	7,3	8,4	3,6	2,4	9,0	-7,5
fév.	111,4	10,3	4,2	31,4	4,3	-4,2	8,8	-4,5	6,2	-8,1
mars	117,4	7,7	6,6	9,1	11,4	-7,8	0,8	-3,9	7,4	-4,0
avril	118,9	6,8	7,0	9,2	6,5	15,4	0,8	-0,1	30,1	-7,7
mai	115,9	6,1	5,2	10,9	6,7	7,9	1,7	-3,3	23,7	-6,6
juin	113,7	2,6	1,8	11,8	0,5	-13,6	-0,4	1,9	25,1	-14,1
juil.	106,9	5,4	3,8	10,4	2,8	-0,5	2,3	2,3	26,1	-11,3
août	86,2	11,0	6,6	8,7	3,1	14,6	10,6	3,5	24,6	11,8
sept.	108,9	6,0	5,6	5,8	6,9	-5,1	10,7	3,6	18,2	-1,7
oct.	121,6	6,9	2,6	21,8	3,1	2,2	-1,0	3,4	12,9	-3,7
nov.	118,5	7,5	4,1	14,0	4,4	-9,3	9,3	3,5	12,1	-3,7
déc.	104,7	4,2	-0,7	24,7	-1,5	-4,0	-0,5	8,3	11,7	13,0
2004										
jan.	122,6	8,9	9,5	12,5	8,0	14,7	3,8	2,4	15,2	-1,7
fév.	115,3	6,5	4,8	2,0	7,5	8,6	1,8	0,4	15,7	-12,6
mars	128,4	9,5	7,7	24,3	6,1	23,2	7,6	3,6	20,6	13,1
avril	121,9	4,7	2,4	9,8	4,3	1,4	0,2	-1,0	4,5	5,4
mai	123,5	7,6	3,9	19,9	3,4	16,9	-3,2	-1,3	0,7	-2,9
juin	122,1	12,4	9,6	22,6	13,7	34,4	7,8	-1,8	-4,5	14,2
juil.	113,3	8,5	4,6	25,9	5,7	12,0	-2,2	4,1	3,8	-1,4
août	93,0	11,5	5,6	38,7	10,0	-3,4	4,8	-7,0	9,2	-0,5
sept.	118,0	7,3	6,4	22,0	4,2	16,2	0,6	-1,3	7,0	7,0
oct.	128,6	4,6	6,0	-3,0	5,0	-5,4	12,4	-6,3	8,9	9,4
nov.	124,8	5,1	2,4	21,3	0,3	15,4	-1,2	-0,1	17,9	16,8
déc.	111,6	10,5	8,4	4,3	5,5	30,0	2,3	-9,0	-0,6	19,7
2005										
jan.	126,7	8,7	-0,1	23,1	1,8	2,3	1,1	4,3	2,3	11,2
fév.	124,3	8,6	2,8	22,7	-3,8	20,0	2,7	-9,3	-5,9	7,8
mars	134,5	6,1	-3,9	37,9	-9,9	-0,8	0,6	-11,1	-9,6	-9,2
avril	126,0	8,8	-2,4	47,4	-5,3	6,9	-0,6	-2,1	-3,0	-11,3
mai	138,4	13,4	6,4	46,5	-0,4	23,7	11,3	2,9	2,5	5,9
juin	125,9	4,7	-3,6	49,7	-9,4	0,8	0,2	-1,5	2,2	0,9
juil.	132,3	18,6	12,0	41,4	5,5	43,6	4,5	-0,8	.	-3,7
août	107,7	10,2	9,5	42,7	9,5	13,4	-2,6	-4,7	.	1,6
sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	6,3
oct.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-10,3

Source: STATEC

Tableau 7.3

## Indicateurs du marché de l'emploi – Emploi et chômage

	Emploi				Chômage <sup>1)</sup>		Productivité du travail
	Economie entière		Manufacture		Economie entière		Manufacture
	Indice 2000 = 100	Taux de variation annuel	Indice 2000 = 100	Taux de variation annuel	DENS	Taux de chômage	Taux de variation annuel
2001	105,6	5,6	101,5	-0,4	4927	2,5	1,3
2002	109,0	3,2	100,6	-0,9	5823	2,9	2,8
2003	111,1	1,9	99,5	-1,0	7587	3,7	5,0
2004	113,9	2,5	98,9	-0,7	8716	4,2	7,3
2001							
jan.	127,6	6,4	100,8	2,4	5 252	2,7	9,2
fév.	128,3	6,3	101,1	2,4	5 096	2,6	1,7
mars	128,9	5,8	101,2	2,6	4 899	2,5	8,1
avril	129,6	6,1	101,7	2,6	4 766	2,4	-0,4
mai	130,5	6,0	101,7	2,3	4 557	2,3	-3,1
juin	130,8	5,7	101,9	2,0	4 529	2,3	2,1
juil.	131,1	6,0	102,4	1,8	4 608	2,4	2,0
août	131,3	5,7	101,9	1,3	4 651	2,4	-4,9
sept.	132,4	5,3	101,5	0,9	4 832	2,5	-1,9
oct.	133,4	5,1	101,6	0,3	5 237	2,6	7,1
nov.	133,6	4,9	101,1	-0,4	5 368	2,7	0,0
déc.	132,1	4,6	101,0	0,0	5 323	2,7	-6,0
2002							
jan.	133,2	4,3	101,0	0,2	5 934	3,0	-3,1
fév.	133,7	4,2	101,0	-0,1	5 762	2,9	-1,7
mars	134,0	4,0	101,0	-0,2	5 405	2,7	-10,1
avril	134,6	3,9	100,8	-0,9	5 378	2,7	8,8
mai	134,9	3,4	100,5	-1,3	5 372	2,7	-1,0
juin	135,1	3,3	100,5	-1,4	5 177	2,6	6,0
juil.	134,9	2,9	100,7	-1,7	5 485	2,8	3,8
août	134,5	2,5	100,7	-1,3	5 584	2,8	1,6
sept.	136,1	2,8	100,3	-1,2	5 922	3,0	8,0
oct.	136,8	2,5	100,1	-1,5	6 455	3,2	10,3
nov.	136,6	2,2	100,3	-0,7	6 625	3,3	7,7
déc.	135,1	2,3	100,1	-0,9	6 773	3,4	4,7
2003							
jan.	135,9	2,1	99,6	-1,4	7 537	3,7	8,0
fév.	136,2	1,9	99,7	-1,3	7 545	3,7	5,5
mars	136,7	2,0	99,5	-1,5	7 300	3,6	10,9
avril	137,2	1,9	99,3	-1,4	7 208	3,5	5,9
mai	137,3	1,7	99,2	-1,3	7 169	3,5	4,1
juin	137,9	2,1	99,2	-1,3	7 049	3,5	-2,2
juil.	137,5	1,9	99,7	-1,0	7 282	3,6	5,6
août	137,2	2,0	99,6	-1,0	7 248	3,6	8,2
sept.	138,6	1,9	99,9	-0,4	7 834	3,8	10,3
oct.	139,2	1,8	99,9	-0,2	8 204	4,0	1,5
nov.	139,1	1,8	99,6	-0,7	8 308	4,0	1,0
déc.	137,5	1,8	99,3	-0,8	8 359	4,1	2,7
2004							
jan.	138,1	1,6	99,0	-0,6	9 113	4,4	3,8
fév.	138,5	1,7	98,8	-0,9	8 912	4,3	4,8
mars	139,8	2,3	99,1	-0,5	8 749	4,2	12,1
avril	140,6	2,5	98,8	-0,5	8 660	4,2	5,0
mai	140,6	2,4	98,7	-0,5	8 079	3,9	2,7
juin	141,7	2,8	98,9	-0,3	8 026	3,9	21,7
juil.	141,0	2,5	98,8	-0,9	8 242	4,0	4,8
août	141,3	3,0	99,4	-0,2	8 292	4,0	7,9
sept.	142,8	3,0	98,7	-1,2	8 783	4,2	7,1
oct.	142,9	2,7	98,9	-1,0	8 991	4,3	1,3
nov.	143,5	3,2	98,9	-0,8	9 323	4,4	5,3
déc.	141,6	2,9	98,7	-0,6	9 426	4,5	13,1
2005							
jan.	142,7	3,3	98,5	-0,6	9 886	4,7	2,4
fév.	143,0	3,2	98,3	-0,5	9 945	4,8	3,1
mars	144,1	3,1	98,5	-0,5	9 525	4,5	-7,1
avril	144,6	2,9	98,7	-0,1	9 674	4,6	-2,4
mai	145,4	3,4	98,6	-0,1	9 441	4,5	5,8
juin	145,9	2,9	99,0	0,1	9 227	4,4	-8,9
juil.	145,2	3,0	99,8	1,1	9 354	4,5	3,3
août (e)	145,7	3,1	99,9	0,5	9 532	4,5	6,8
sept. (e)	147,0	3,0	.	.	10 104	4,7	.
oct. (e)	147,3	3,0	.	.	10 324	4,8	.

Source: Comité de conjoncture, STATEC

1) Il y a une rupture de série au 1<sup>er</sup> janvier 1998. A partir de cette date les personnes à la recherche d'un emploi bénéficiant d'une « mesure spéciale pour l'emploi » ne sont plus relevées parmi les DENS (Demandes d'emploi non satisfaites).

(e) = estimations

Tableau 7.5

## Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

	Indicateur de confiance des consommateurs	Questions transversales					Questions trimestrielles									
		Situation financière : derniers mois (Q1)	Situation financière : cours des 12 prochains mois (Q2)	Situation économique générale : un an (Q3)	Situation économique générale : au cours des 12 prochains mois (Q4)	Evolution des prix au cours des 12 derniers mois (Q5)	Evolution des prix au cours des 12 prochains mois (Q6)	Evolution du chômage au cours des 12 prochains mois (Q7)	Intérêt à faire acheter l'emplacement des achats importants (Q8)	Intention d'achats de biens d'équipement au cours des 12 prochains mois (Q9)	Opportunité d'épargner (Q10)	Capacité d'épargner au cours des 12 prochains mois (Q11)	Épargne ou endettement actuels (Q12)	Intention d'acheter une automobile au cours des 12 prochains mois (Q13)	Intention d'acheter un logement au cours des 12 prochains mois (Q14)	Intention de dépenses d'immobilier important pour l'épargne au cours des 12 prochains mois (Q15)
2002																
jan.	8	9	11	-6	1	20	23	27	-12	-5	47	35	-25	-69	-38	
fév.	14	8	12	-6	4	27	16	16	-17	-8	62	36				
mars	9	6	7	-9	2	33	8	19	-4	-8	53	36				
avril	12	7	10	-9	1	28	37	21	-10	-15	59	36	-39	-67	-42	
mai	12	-1	10	-7	4	38	13	14	-15	-16	53	34				
juin	12	0	12	-5	7	40	8	14	-7	-10	45	31	-30	-70	-39	
juil.	10	4	11	-12	2	43	10	18	-10	-11	56	33				
août	7	6	10	-11	-6	36	9	22	-15	-13	52	32				
sept.	6	1	8	-16	-6	39	12	25	-12	-8	49	35				
oct.	5	4	9	-22	-13	38	15	33	-5	-14	61	36	-30	-67	-43	
nov.	-5	3	5	-34	-21	38	11	43	-13	-7	56	30				
déc.	-1	0	8	-33	-17	38	7	46	-11	-6	58	34				
2003																
jan.	0	-1	8	-32	-17	38	12	43	-11	-16	62	33	-31	-67	-45	
fév.	-1	4	8	-33	-27	39	25	41	-12	-11	50	36				
mars	-3	2	4	-35	-24	38	30	46	-9	-10	47	34				
avril	-2	2	7	-32	-14	33	21	46	-11	-8	46	34	-33	-66	-40	
mai	-1	2	5	-35	-7	38	-1	41	-19	-18	52	46				
juin	-1	1	4	-32	-12	29	-6	38	-7	-14	42	46				
juil.	2	2	6	-30	-5	39	9	33	-10	-17	45	39	-64	-80	-29	
août	4	0	4	-26	1	45	11	36	-8	-19	42	42				
sept.	4	4	6	-29	1	45	12	32	-10	-14	46	41	-28	-84	-27	
oct.	1	2	4	-30	-6	44	13	37	-9	-16	51	43				
nov.	-1	-1	2	-32	-9	39	6	43	-12	-15	54	41				
déc.	-2	-1	3	-36	-7	42	10	48	-15	-12	52	42				
2004																
jan.	1	2	3	-32	-3	45	11	42	-6	-13	50	43	-63	-75	-26	
fév.	3	-1	5	-27	2	40	7	39	-4	-15	46	45				
mars	2	2	3	-29	-5	41	11	40	-4	-13	54	45				
avril	-1	1	4	-33	-11	36	8	42	-12	-13	56	43	-66	-75	-23	
mai	1	0	4	-27	-8	39	15	41	-18	-12	55	43				
juin	5	-1	4	-23	-1	39	11	29	-18	-15	57	48				
juil.	5	0	6	-21	0	36	9	31	-1	-14	45	42	-61	-73	-25	
août	7	0	5	-22	-4	39	16	30	1	-11	52	42				
sept.	4	-1	5	-22	1	39	16	30	-1	-16	58	43				
oct.	5	0	5	-17	-1	43	21	32	-12	-16	56	42	-50	-78	-26	
nov.	4	2	5	-17	-4	36	19	37	-11	-12	52	41				
déc.	6	3	6	-21	-3	40	19	35	-6	-13	58	46				
2005																
jan.	4	2	5	-15	-2	40	11	34	0	-9	53	43	-58	-77	-21	
fév.	1	0	5	-24	-9	38	20	42	-9	-11	59	42				
mars	2	-1	8	-20	-4	42	19	42	-4	-10	57	45	-60	-72	-35	
avril	1	0	2	-24	-7	40	17	47	-10	-11	57	46				
mai	2	4	6	-16	-6	36	15	30	-9	-23	48	39				
juin	-1	-1	2	-22	-19	42	13	37	0	-21	58	41	-66	-75	-35	
juil.	2	1	3	-21	-10	38	15	28	-3	-11	54	38				
août	4	1	4	-17	-9	39	14	26	-7	-6	47	40				
sept.	-1	-1	1	-24	-24	46	27	29	-10	-17	53	40				
oct.	0	-3	-1	-25	-23	48	26	35	-1	-13	60	47	-69	-79	-36	
nov.	0	0	1	-28	-20	47	24	32	-5	-9	55	48				

Source: BCL

Notes: Données brutes non corrigées des variations saisonnières. Un solde pondéré est calculé pour chaque question posée (Q1 à Q15). Ces soldes représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui ont signalé une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui ont signalé une détérioration. L'indicateur de confiance des consommateurs constitue la moyenne arithmétique des soldes pondérés des quatre questions suivantes: situation financière des ménages au cours des 12 prochains mois (Q2), situation économique générale au cours des 12 prochains mois (Q4), évolution du chômage au cours des 12 prochains mois (Q7), capacité d'épargner au cours des 12 prochains mois (Q11). En ce qui concerne les questions relatives aux prix (Q5 et Q6) et au chômage (Q7), une augmentation témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable.

Tableau 8

## Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

(en pourcentages du PIB)

## 1. Recettes

	Recettes													Pour mémoire: prélèvements obligatoires
	Total	Recettes courantes	Impôts directs	Ménages	Sociétés	Impôts indirects	Perçus par les institutions de l'UE	Cotisations sociales	Employeurs	Salariés	Cessions	Recettes en capital	Impôts en capital	
			(1)			(2)		(3)					(4)	= (1)+(2)+(3)+(4)
1990	49,0	48,9	16,8	10,4	6,5	12,8	1,0	12,5	5,4	4,2	2,5	0,1	0,1	42,2
1991	46,6	46,5	15,2	9,3	5,9	12,7	1,2	12,3	5,3	4,3	2,4	0,1	0,1	40,4
1992	47,3	47,1	14,3	9,3	5,0	13,5	1,2	13,0	5,6	4,5	2,5	0,1	0,1	40,9
1993	48,2	48,1	16,1	9,4	6,8	14,1	1,1	12,8	5,6	4,4	2,5	0,1	0,1	43,2
1994	48,3	48,1	16,7	9,8	6,8	14,2	0,9	12,4	5,2	4,4	2,4	0,1	0,1	43,3
1995	48,6	48,4	17,5	10,0	7,5	13,5	1,0	12,5	5,2	4,5	2,6	0,1	0,1	43,7
1996	48,4	48,3	17,9	10,2	7,7	13,4	0,8	12,3	5,1	4,6	2,6	0,1	0,1	43,8
1997	47,4	47,2	17,4	9,5	7,9	13,5	0,8	11,7	4,8	4,4	2,4	0,2	0,1	42,8
1998	46,1	45,8	16,4	8,6	7,8	13,4	0,6	11,4	4,7	4,4	2,4	0,3	0,1	41,3
1999	45,6	45,4	15,7	8,6	7,1	14,1	0,6	11,6	4,6	4,7	2,2	0,2	0,2	41,5
2000	45,2	45,0	15,4	8,2	7,2	14,5	0,6	11,2	4,5	4,6	2,0	0,2	0,1	41,3
2001	45,6	45,5	15,5	8,0	7,5	13,8	0,4	12,0	4,9	5,0	2,0	0,2	0,1	41,5
2002	46,1	45,9	16,0	7,6	8,4	13,4	0,3	12,3	5,1	5,1	2,2	0,2	0,1	42,0
2003	45,5	45,3	15,7	7,8	7,9	13,5	0,3	12,5	5,1	5,1	2,1	0,2	0,2	41,9
2004	44,8	44,6	13,9	7,8	6,1	14,7	0,2	12,3	5,0	5,0	2,3	0,2	0,2	41,1

## 2. Dépenses

	Dépenses courantes										Dépenses en capital			Pour mémoire: dépenses primaires courantes
	Total	Total	Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Transferts courants	Transferts sociaux	Subventions	dont subventions versées par les institutions de l'UE	Total	Investissements	Transferts en capital	Effectués par les institutions de l'UE	
		(1)			(2)									= (1)-(2)
1990	44,3	38,2	10,0	2,9	0,5	24,7	19,3	2,6	0,3	6,1	4,6	1,5	0,3	37,6
1991	45,7	38,8	9,7	2,9	0,5	25,7	20,0	2,7	0,4	7,0	4,9	2,2	0,4	38,3
1992	47,7	40,4	10,0	3,0	0,5	27,0	20,5	2,8	0,2	7,3	5,3	1,9	0,2	40,0
1993	46,6	39,9	9,8	2,9	0,5	26,7	21,2	2,5	0,2	6,7	5,1	1,5	0,2	39,5
1994	45,5	39,5	9,6	2,8	0,5	26,6	21,0	3,3	0,7	6,0	4,3	1,6	0,7	38,9
1995	46,0	40,0	9,6	3,6	0,5	26,3	21,9	2,0	0,3	6,0	4,4	1,5	0,3	39,5
1996	46,1	40,3	9,6	3,7	0,5	26,4	22,0	2,2	0,2	5,9	4,6	1,4	0,2	39,8
1997	44,4	39,0	9,2	3,5	0,4	25,8	21,0	2,1	0,4	5,4	4,1	1,2	0,4	38,5
1998	42,7	37,1	8,8	3,2	0,5	24,6	19,9	2,0	0,2	5,6	4,6	1,1	0,2	36,6
1999	42,1	36,5	8,3	3,1	0,4	24,7	20,1	1,6	0,2	5,6	4,6	1,1	0,2	36,1
2000	39,1	34,1	7,8	3,0	0,4	22,9	18,8	1,7	0,2	5,1	4,0	1,1	0,2	33,7
2001	39,5	35,6	8,1	3,3	0,4	23,9	20,1	1,7	0,2	3,9	4,4	1,4	0,2	35,2
2002	44,0	37,4	8,5	3,5	0,3	25,1	21,5	1,9	0,4	6,5	5,1	1,5	0,4	37,1
2003	45,3	38,8	8,6	3,5	0,3	26,4	22,4	1,8	0,2	6,5	5,0	1,5	0,2	38,5
2004	46,0	39,6	8,7	3,5	0,2	27,1	22,7	1,8	0,2	6,4	4,7	1,8	0,2	39,3

## 3. Déficit/ Excédent

	Déficit (-) / Excédent (+)				
	Total	Administrations centrales	Administrations locales	Sécurité sociale	Déficit/ Excédent primaire
1990	4,8	2,2	-0,1	2,6	5,3
1991	0,9	-0,8	0,0	1,7	1,4
1992	-0,5	-2,3	-0,7	2,6	0,0
1993	1,6	0,2	-0,3	1,7	2,0
1994	2,8	1,0	0,1	1,7	3,3
1995	2,6	0,6	0,4	1,6	3,1
1996	2,2	0,6	0,5	1,2	2,7
1997	3,0	1,5	0,5	1,0	3,4
1998	3,3	1,5	0,3	1,6	3,8
1999	3,5	1,6	0,2	1,7	3,9
2000	6,1	2,9	0,5	2,7	6,4
2001	6,1	2,9	0,2	3,0	6,4
2002	2,1	-0,5	0,1	2,5	2,5
2003	0,2	-1,7	0,0	1,9	0,5
2004	-1,2	-2,5	-0,1	1,5	-1,0

Source: STATEC

Ces données se rapportent aux administrations publiques luxembourgeoises considérées dans leur ensemble (Etat central, communes et sécurité sociale). Elles sont établies en conformité avec le système européen de comptes nationaux SEC95.

Les dépenses en capital totales ne correspondent pas nécessairement à la somme des investissements et des transferts en capital.

Elles comprennent également les autres acquisitions nettes d'actifs non financiers, dont le montant a été négatif en 2001 du fait d'une vente de licence à une société de satellites.



Tableau 10.1

Balance des paiements du Luxembourg: résumé <sup>1) 2) 3)</sup>

(en millions de EUR, données brutes)

Période	Compte des transactions courantes										Compte des opérations financières								Erreurs et Omissions	
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
	Solde	Marchandises	Services	Rémunération des salariés	Revenus des investissements	Transferts courants	Compte capital	Solde	A l'étranger	Au Luxembourg	Investissements de portefeuille	Produits financiers dérivés	Autres investissements	Avoirs de réserves						
2002	2 651	-2 137	8 610	-3 328	-162	-332	-125	-2 927	-133 575	122 270	7 027	70 443	-75	-47 892	-21 087	-38	401			
1 <sup>er</sup> trim.	1 251	-192	2 480	-779	-156	-102	-11	-289	-27 827	23 907	1 874	31 494	81	-20 851	-8 937	-29	-951			
2 <sup>e</sup> trim.	986	-435	2 229	-827	198	-179	-77	-1 248	-10 839	6 049	5 541	28 535	-524	-40 365	10 343	13	339			
3 <sup>e</sup> trim.	273	-693	1 844	-789	45	-135	-29	-478	-6 512	4 860	6 869	-2 462	-462	28 270	-31 016	-25	235			
4 <sup>e</sup> trim.	141	-817	2 057	-934	-249	84	-9	-911	-88 397	87 455	-7 257	12 877	830	-14 946	8 524	3	779			
2003	1 638	-2 589	8 837	-3 523	-539	-549	-134	-1 588	-88 389	79 949	-69 724	87 010	5 947	-29 821	13 533	-94	84			
1 <sup>er</sup> trim.	293	-563	2 223	-819	-287	-260	-40	-882	-16 249	16 711	-17 721	9 482	-124	-242	7 260	1	628			
2 <sup>e</sup> trim.	164	-615	2 148	-863	-351	-155	-45	-206	-27 514	22 292	-17 717	20 746	5 592	-13 117	9 571	-60	87			
3 <sup>e</sup> trim.	582	-654	2 036	-835	97	-62	-30	-264	-19 403	16 722	-22 452	26 642	-964	5 136	-5 929	-16	-289			
4 <sup>e</sup> trim.	599	-756	2 430	-1 005	2	-72	-20	-236	-25 223	24 224	-11 833	30 140	1 443	-21 599	2 631	-19	-343			
2004	2 851	-2 772	10 002	-3 842	514	-1 051	-191	-2 836	-65 769	62 186	-69 713	111 213	-2 542	-92 971	54 766	-5	176			
1 <sup>er</sup> trim. (p)	994	-505	2 664	-889	10	-286	-26	-957	-8 211	6 080	-15 923	25 370	2 013	-29 704	19 408	11	-11			
2 <sup>e</sup> trim. (p)	291	-842	2 560	-945	-199	-282	-27	138	-9 015	7 230	4 535	21 292	-4 189	-29 158	9 432	10	-402			
3 <sup>e</sup> trim. (p)	797	-678	2 238	-899	430	-294	-32	-728	-13 806	12 178	-32 954	17 795	-2 132	3 492	14 691	7	-37			
4 <sup>e</sup> trim. (p)	769	-747	2 540	-1 109	274	-188	-106	-1 289	-34 738	36 698	-25 371	46 756	1 765	-37 601	11 235	-33	627			
2005	1 158	-536	2 992	-938	-14	-347	-26	-1 195	-4 189	5 083	-51 379	60 573	1 535	-27 420	14 597	6	64			
1 <sup>er</sup> trim. (p)	26	-878	2 862	-997	-782	-180	-43	610	-2 523	303	-45 634	46 374	887	-60 942	62 134	11	-593			

Source: BCL/STATEC

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.

Tableau 11.1

Position extérieure globale du Luxembourg: résumé (1)2)3)

(en millions de EUR)

	Total			Investissements directs			Investissements de portefeuille			Autres investissements			Avoirs de réserves	
	Position nette	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	17 092	1 875 801	1 858 710	-11 547	479 108	490 655	-56 823	880 510	937 333	6 295	78 996	508 605	429 609	171
2003	24 066	2 153 259	2 129 194	-27 455	586 842	614 296	-1 094	1 055 611	1 056 705	-4 413	56 780	503 608	446 828	247
2004	27 761	2 422 369	2 394 609	-49 805	646 904	696 709	-38 928	1 186 096	1 225 024	-2 416	118 667	580 169	461 502	243

Source: BCL

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

# Chapitre 4

---

ACTUALITES

---

## **4 ACTUALITÉS** **188**

---

4.1	Actualités	190
4.2	Liste des circulaires de la BCL	191
4.3	Publications de la BCL	193
4.4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	197
4.5	Liste des abréviations/List of Abbreviations	201

## 4.1 ACTUALITÉS

---

### 3<sup>e</sup> PIERRE WERNER LECTURE

11 OCTOBRE 2005

La troisième Pierre Werner Lecture s'est tenue le 11 octobre 2005 au siège de la Banque centrale du Luxembourg et avait pour sujet «*Fiscal Policy: A Challenge for the European Monetary Union*».

M. Yves Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg a introduit le conférencier, M. Jacques de Larosière. M. de Larosière a notamment été Directeur du Trésor français (1974-78), Directeur général du Fonds monétaire international (1978-1987), Gouverneur de la Banque de France (1987-93) et Président de la Banque européenne de reconstruction et de développement. Depuis lors M. de Larosière est, entre autres, conseiller du Président du groupe BNP-Paribas et co-président d'Eurofi 2000.

La zone euro est caractérisée par une politique monétaire unique tandis que la politique budgétaire relève de 12 Etats membres souverains. Dans ce contexte, le Traité de Maastricht (1992) qui préconisait que les déficits budgétaires et l'endettement public ne pouvaient dépasser respectivement 3% et 60% du PIB, avait le mérite d'offrir un cadre économique clair et cohérent durant la phase préparatoire à l'introduction de l'euro. Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC; 1997) et sa procédure de déficits excessifs visent le maintien de la discipline budgétaire après l'introduction de l'euro. Ainsi le PSC prône l'équilibre budgétaire à travers le cycle économique.

Les difficultés qu'ont plusieurs Etats membres à respecter les critères du PSC sont bien connues. Cependant, M. de Larosière craint fort que les modifications apportées en mars 2005 au PSC résultent en une relaxation injustifiée des critères de stabilité et, de cette manière, en une détérioration additionnelle des comptes publics de certains Etats membres.



Yves Mersch et Jacques de Larosière

Le texte complet du discours de M. de Larosière peut être téléchargé du portail de la BCL, [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu), rubrique «Médias et actualités». Une brochure contenant ce discours peut également être obtenue sur simple demande auprès du Secrétariat général de la BCL et ceci dans la limite des stocks disponibles.

## 4.2 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 statis-

tiques 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 BCL 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 BCL 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

## 4.3 PUBLICATIONS DE LA BCL

---

### 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

### 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

### CAHIER D'ÉTUDES DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

- Working Paper No. 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 No. 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 No. 4, June 2002  
Potential output and the output gap in Luxembourg: some alternative methods, by Paolo Guarda
- Working Paper No. 5, October 2002  
Monetary Transmission: Empirical Evidence from Luxembourg Firm-Level Data, by Patrick Lünemann and Thomas Mathä
- Working Paper No. 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 No. 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 No. 8, April 2003  
What to expect of the euro? Analysing price differences of individual products in Luxembourg and its surrounding regions, by Thomas 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, juin 2004  
The New Keynesian Phillips curve: empirical results for Luxembourg, by Ieva 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 Wintr, 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

## **BROCHURES DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG**

- EuroPratique, Vade-Mecum sur l'introduction de l'euro  
(en français, en allemand et en portugais), mai 1998

- Introduction des billets et pièces en euro au Grand-Duché de Luxembourg (en français, en allemand, en anglais et en portugais), octobre 2000
- Les emplois à la Banque centrale du Luxembourg, novembre 2001
- Brochure de présentation «Banque centrale du Luxembourg» (en français, en anglais et en allemand), juin 2003
- Brochure sur les produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2005

## **MATÉRIEL D'INFORMATION DE LA BCL SUR L'EURO**

### **CONDITIONS GÉNÉRALES DES OPÉRATIONS DE LA BCL**

**“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

---

## COMMANDE

Les publications sur support papier peuvent être obtenues à la BCL, dans la limite des stocks disponibles et aux conditions qu'elle fixe. Ces publications peuvent également être consultées et téléchargées sur le site [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

Secrétariat général  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie: (+352) 4774-4910  
<http://www.bcl.lu>  
e-mail: [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)

---

## 4.4 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](http://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](http://www.ecb.int)*

### RAPPORT ANNUEL DE LA BCE

---

#### *ECB Annual Report*

- Rapport Annuel 1998 / *Annual Report 1998, April 1999*
- Rapport Annuel 1999 / *Annual Report 1999, April 2000*
- Rapport Annuel 2000 / *Annual Report 2000, May 2001*
- Rapport Annuel 2001 / *Annual Report 2001, April 2002*
- Rapport Annuel 2002 / *Annual Report 2002, April 2003*
- Rapport Annuel 2003 / *Annual Report 2003, April 2004*
- Rapport Annuel 2004 / *Annual Report 2004, April 2004*

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.*

### BULLETIN MENSUEL DE LA BCE

---

#### *ECB Monthly Bulletin*

Articles parus depuis 2005 / *Articles published from 2005 onwards:*

"The new Basel Capital Accord: main features and implications", January 2005

"Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments", January 2005

"Bank market discipline", February 2005

"Initial experience with the changes to the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation", February 2005

"Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts", February 2005

"Asset price bubbles and monetary policy", April 2005

"Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan", April 2005

"The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlement in the European Union", April 2005

"Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area, May 2005

"Consolidation and diversification in the euro area banking sector", May 2005

"The evolving framework for corporate governance", May 2005

"The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date", July 2005

"The Lisbon strategy – five years on", July 2005

"The use of harmonized MFI interest rate statistics", July 2005

"The reform of the Stability and Growth Pact", August 2005

"The role of "Emerging Asia" in the global economy", August 2005

"The euro banknotes: developments and future challenges", August 2005

"Money demand and uncertainty", October 2005

"Assessing the performance of financial systems", October 2005

"Price-setting behaviour in the euro area", November 2005

"Developments in corporate finance in the euro area", November 2005

"Economic and financial relations between the euro area and Russia", November 2005

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.*

## ETUDES AD HOC

---

### *Occasional Paper Series*

Depuis 2005 / *from 2005 onwards*

"Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective" by A. Musso and T. Westermann, January 2005

"The bank lending survey for the euro area" by J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt and S. Scopel, February 2005

"Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries" by V. Genre, D. Momferatou and G. Mourre, February 2005

"Government debt management in the euro area – recent theoretical developments and changes in practices" by G. Wolswijk and J. de Haan, March 2005

"Analysing banking sector conditions – How to use macro-prudential indicators" by L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars and J. Vesala, April 2005

"The EU budget – how much scope for institutional reform?" by H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez and R. Ritter, April 2005

"Regulatory reforms in selected EU network industries" by R. Martin, M. Roma and I. Vansteenkiste, April 2005

"Wealth and asset price effects on economic activity" by F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan and A. Willman, June 2005

"Competitiveness and the export performance of the euro area" by Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, June 2005

“Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council” by M. Sturm and N. Siegfried, June 2005

“Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors” by International Relations Committee Task Force, July 2005

“Integration of securities market infrastructure in the euro area” by H. Schmiedel and A. Schönenberger, July 2005

“Hedge funds and their implications for financial stability” by T. Garbaravicius and F. Dierick, August 2005

“The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective” by R. Petschnigg, September 2005

“Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route” by J. Angeloni, M. Flad and F. P. Mongelli, September 2005

“ Financing conditions in the euro area” by L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel and S. Scopel, September 2005

“Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature” by G. Briotti, October 2005

“Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004” by A. Annenkov and C. Madaschi, October 2005

## ETUDES

---

### *Working Paper Series*

La liste exhaustive des articles est disponible sur le site de la BCE, [www.ecb.int](http://www.ecb.int), et dans le Rapport Annuel 2004 de la BCE.

*A complete list of articles published is available on the ECB website, [www.ecb.int](http://www.ecb.int) and in the Annual Report 2004 of the ECB.*

## BROCHURES D'INFORMATION

---

### *Information brochures*

“Information guide for credit institutions using TARGET”, June 2005

“TARGET 2 – the future TARGET system” (update 2005), August 2005

“TARGET – the current system” (update 2005), August 2005

“ECB statistics: A brief overview”, August 2005

“The euro area at a glance”, August 2005

---

**COMMANDE / Order**

BCE / ECB  
Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main  
<http://www.ecb.int>

---

## 4.5 LISTE DES ABRÉVIATIONS/ LIST OF ABBREVIATIONS

<b>ABBL</b>	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	<b>EMI</b>	European Monetary Institute (1994-1998)
<b>AFN</b>	Avoirs financiers nets	<b>EMS</b>	European Monetary System
<b>AGDL</b>	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	<b>EMU</b>	Economic and Monetary Union
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne	<b>ESCB</b>	European System of Central Banks
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg	<b>EU</b>	European Union
<b>BCN</b>	banque(s) centrale(s) nationale(s)	<b>EUR</b>	euro
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement	<b>EUROSTAT</b>	Office statistique des Communautés européennes
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>BIS</b>	Bank for International Settlements	<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>BNB</b>	Banque Nationale de Belgique	<b>FDC</b>	Fleur de coin
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux	<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>CAIL</b>	Commission chargée d'étudier l'amélioration de l'infrastructure législative de la place financière de Luxembourg	<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>CCBM</b>	Correspondent central banking model	<b>GDP</b>	Gross domestic product
<b>CEC</b>	Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge	<b>HICP</b>	Harmonised Index of Consumer Prices
<b>CETREL</b>	Centre de transferts électroniques Luxembourg	<b>IADB</b>	Inter American Development Bank
<b>CPI</b>	Consumer Price Index	<b>IBLC</b>	Institut belgo-luxembourgeois du change
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier	<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux	<b>IFM</b>	Institution financière monétaire
<b>ECB</b>	European Central Bank	<b>IME</b>	Institut monétaire européen (1994-1998)
<b>ECG</b>	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds	<b>IMF</b>	International Monetary Fund
<b>EIB</b>	European Investment Bank	<b>IML</b>	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)
		<b>IOSCO</b>	International Organisation of Securities Commissions
		<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
		<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé

<b>LIPS-Gross</b>	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System	<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe
<b>LIPS-Net</b>	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System	<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable
<b>MBCC</b>	Modèle de banque centrale correspondante	<b>SME</b>	Système monétaire européen
<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution	<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
<b>NCB</b>	National central bank	<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques	<b>Target system</b>	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development	<b>Système Target</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs	<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>OLS</b>	Ordinary least squares	<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif	<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières	<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole	<b>UE</b>	Union européenne
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut	<b>UE15</b>	Etats membres de l'Union européenne avant le 1 <sup>er</sup> mai 2004
<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance	<b>UEBL</b>	Union économique belgo-luxembourgeoise
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>RTGS system</b>	Real-Time Gross Settlement system	<b>USD</b>	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
<b>Système RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel	<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire
<b>RTGS-L GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg		
<b>SDR</b>	Special Drawing Rights		
<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales		
<b>SEC</b>	Système européen de comptes		









BULLETIN 2005/3



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal L-2983 Luxembourg  
Tél.: +352 4774-1 Télécopie: +352 4774-4901  
[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)