





Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

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

Luxembourg, début septembre 2008

# SOMMAIRE

## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	14
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	17
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	17
1.4	Les marchés boursiers	18
1.5	Les taux de change de l'euro	19
1.6	L'évolution des prix à la consommation	21
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	22
1.8	Les projections pour la zone euro	24
1.9	Le commerce extérieur	25
1.10	La balance des paiements	26
2	La situation économique au niveau de la Grande Région	28
3	La situation économique au Luxembourg	31
3.1	L'évolution des prix et des coûts	31
3.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	31
3.1.2	Les prix à la production industrielle	39
3.2	L'industrie	40
3.3	La construction	41
3.4	Le commerce et les autres secteurs	44
3.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	45
3.6	Le marché du travail	46
3.6.1	L'emploi	46
3.6.2	Le chômage	47
3.6.3	Les coûts salariaux	48
3.7	Le secteur financier	49
3.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	49
3.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	50
3.7.3	Le bilan des établissements de crédit	51
3.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	61
3.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	63
3.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	65
3.7.7	Les organismes de placement collectif	68
3.8	Le commerce extérieur	71
3.9	La balance des paiements	71
3.9.1	Le compte courant	71
3.9.2	Le compte financier	72
3.10	La croissance économique	73
3.11	Retour sur les projections macro-économiques de l'été 2008	74
3.12	Les finances publiques	76

## 2 ANALYSES

1	Compétitivité et Exportations	82
1.1	Contexte	82
1.2	Principe de l'APMC	82
1.3	Choix des données	83
1.3.1	La zone euro comme repère de référence	83
1.3.2	Limitation aux biens	83
1.3.3	Concept national vs. concept communautaire	83
1.4	Résultats de l'APMC	83
1.4.1	Evolution de la part de marché des exportations luxembourgeoises	83
1.4.2	Décomposition de l'effet total	85
1.4.3	Décomposition de l'effet structure	85
1.4.4	Décomposition de l'effet «produits»	86
1.4.5	Décomposition de l'effet «marchés»	87
1.4.6	Effet compétitivité	88
1.5	Conclusion	89
2	Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg	91
2.1	Introduction	91
2.2	Revenus des OPC et collecte Titre par Titre	91
2.2.1	Données de cadrage sur les revenus des investissements	91
2.2.2	Revenus des OPC sur la base du Titre par Titre	92
2.2.3	De l'approche «créditeur» à l'approche «débiteur»	93
2.2.4	Revenus des OPC dans la balance des paiements: un exemple	94
2.3	Contribution des SPEs aux revenus des investissements	99
2.3.1	Définition d'une Special Purpose Entity (SPE)	99
2.3.2	Définition des revenus courus et méthode de calcul	99
2.3.3	Résumé de la méthode	99
2.3.4	Calcul effectif des revenus courus	101
2.3.5	Revenus estimés	102
2.4	Conclusion	102
3	Résumé non technique du cahier d'études «Communication de l'Eurosystème et anticipations des marchés financiers»	103
4	Résumé non technique du cahier d'études «Recherche et appariement dans le marché des biens et modèle de cycles réels standards»	105
5	Résumé non technique du cahier d'études Négociation séquentielle dans un modèle néo-keynesien avec chômage frictionnel et salaires rigides»	106

## 3 STATISTIQUES

1	Statistiques de politique monétaire	110
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	110
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	112
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	114
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	115

1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	118
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	119
1.7	Position de liquidité du système bancaire	120
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	122
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale)	122
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	124
2.4	Eléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	125
3	Marchés des capitaux et taux d'intérêt	126
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats	126
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours	127
3.5	Taux d'intérêt du marché monétaire	128
3.6	Rendements des emprunts publics	129
3.7	Indices boursiers	130
3.8	Taux de change	131
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	132
4.1	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois	132
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	133
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	134
4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	136
4.14	Evolution du nombre des OPC luxembourgeois	138
4.15	Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	139
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	140
4.23	Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises	140
5	Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés	142
5.1	Activité bancaire internationale: ventilation géographique	142
5.2	Activité bancaire internationale: ventilation par devise	144
5.3	Activité bancaire internationale: part du Luxembourg	146
10	Balance des paiements du Luxembourg	148
10.1	Balance des paiements du Luxembourg: résumé	148
11	Position extérieure globale du Luxembourg	149
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg: résumé	149

## **4 ACTUALITÉS**

1	Faits divers	152
2	Liste des circulaires de la BCL	157
3	Publications de la BCL	161
4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	167
5	Liste des abréviations	170



## EDITORIAL


*Lors de sa réunion du 3 juillet 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'augmenter les taux directeurs de l'Eurosystème. Cette décision souligne la détermination des responsables de la politique monétaire de préserver la stabilité des prix à moyen terme ainsi que de maintenir les anticipations d'inflation à des niveaux compatibles avec la définition de la stabilité des prix.*

*Les risques pour la stabilité des prix identifiés à ce moment-là continuent à peser aujourd'hui. Si très récemment les prix du pétrole se sont éloignés de leurs niveaux records, leur évolution future reste difficile à prévoir. De plus, la baisse du prix du pétrole sur les marchés mondiaux est partiellement compensée par la remontée de la valeur externe du dollar. L'impact direct des variations du prix de l'énergie sur les prix à la consommation est hors de la sphère d'influence des banques centrales, cependant il est indispensable d'éviter une généralisation des effets dits « de second tour », qui consistent en une propagation des variations des prix de l'énergie sur les salaires et les prix des autres biens et services. La baisse récente des prix de l'énergie n'exclut pas que les pressions des augmentations du passé puissent encore déclencher une spirale « prix – salaires » qui nuirait à l'emploi et à la compétitivité des pays concernés. Le Conseil des gouverneurs a souligné sa détermination à éviter l'apparition d'une telle spirale inflationniste et à assurer un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix. A cet effet le Conseil des gouverneurs estime que les pays disposant d'un système d'indexation incompatible avec la stabilité des prix devraient l'abolir. C'est ainsi que la politique monétaire peut contribuer à préserver le pouvoir d'achat à moyen terme et à favoriser durablement la croissance et l'emploi dans la zone euro.*

*Dans ce contexte, les toutes récentes projections établies par les services de la BCE comportent une révision à la hausse de l'évolution des prix à la consommation par rapport à l'exercice de projection précédent, ceci pour 2008 comme pour 2009. Ceci est une conséquence surtout des prix de l'énergie plus élevés qu'envisagés durant l'exercice de projection de juin 2008, mais aussi de l'évolution récente des prix alimentaires et des services. Il semble probable que l'inflation ne retournera vers des niveaux compatibles avec la définition de la stabilité des prix que dans un horizon 2010.*

*De plus, des risques à la hausse pèsent sur l'évolution future de l'inflation. De tels risques émanent des effets de second tour éventuels déjà mentionnés, de nouvelles hausses possibles des prix des matières premières et d'éventuelles augmentations futures des taxes indirectes et des prix administrés produisant un effet identique de second tour qui seraient donc à éviter.*

*Du côté de l'activité économique, après deux ans de croissance supérieure à son niveau potentiel, la zone euro se trouve actuellement dans une phase de décélération. Ceci s'explique en partie par une dynamique plus faible au niveau mondial, le taux de change toujours élevé de l'euro, ainsi que les prix élevés des matières premières. S'y ajoute un ralentissement de la demande domestique, dont les perspectives à court terme ont détérioré. La baisse de la production au deuxième trimestre 2008 ne devrait pas être sur-interprétée, puisqu'elle est en partie une conséquence de la croissance exceptionnellement élevée au premier trimestre. Néanmoins, il faut s'attendre à ce que la croissance dans les trimestres à venir sera modeste.*



*Du côté du Luxembourg, l'inflation s'est développée de manière défavorable. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) progressait de 5,8% en juillet avant de ralentir à 4,8% en août. La hausse annuelle de l'Indice national (IPCN) s'est renforcée depuis l'automne 2007 pour atteindre 4,9% en juillet (un record depuis l'introduction de la série en 1995) avant de retomber à 4% en août. Il est important de souligner que la hausse de l'inflation n'est pas le seul fait des prix pétroliers. En août 2008, l'IPCN hors produits pétroliers s'est accru de 2,9%. Donc, des prix autres que ceux des produits pétroliers contribuent de plus en plus à l'inflation. Dans un tel contexte d'inflation initialement importée, l'indexation des salaires a pour effet l'illusion de protéger les salariés contre les effets négatifs directs d'une détérioration des termes de l'échange en générant des effets de second tour et une persistance accrue de l'inflation. L'indexation agit comme une tétanisation à court terme de l'économie domestique, nuisant à la compétitivité, la croissance et l'emploi à moyen terme.*

*Cette progression de l'inflation a continué à augmenter le différentiel d'inflation cumulé du Luxembourg par rapport à ses trois pays voisins comme par rapport à la moyenne de la zone euro, ceci au détriment de notre compétitivité.*

*L'inflation ajustée pour l'impact des prix énergétiques ne baissera probablement que lentement : de 2,7% au second semestre 2008 à 2,4% au premier semestre 2009.*

*Dans cet environnement actuel d'inflation élevée, l'activité économique est en train de décélérer au Luxembourg, suite au ralentissement de l'économie au niveau international. Malgré l'absence d'informations sur le deuxième trimestre, l'indicateur d'activité de la BCL conduit - à ce stade - à privilégier la partie basse de la fourchette de nos projections de juin pour la croissance économique en 2008 (avec une limite inférieure de 2,9%) et pourrait se limiter pour le reste de l'année à défendre l'acquis de croissance de 2007 et du premier trimestre de 2008. Cette prudence se justifie au regard d'une quasi-stagnation de la production industrielle et de l'incertitude entourant le secteur financier. Le chômage a commencé à augmenter, et il faut se demander si on ne fera pas bientôt face à une décélération significative de l'emploi. Les coûts salariaux continuent à croître plus vite chez nous qu'en France et qu'en Allemagne, malgré la modulation de l'indexation.*

*L'emploi dans le secteur financier augmente toujours, malgré les turbulences sur les marchés qui durent désormais depuis plus d'un an. En comparaison internationale, le secteur financier luxembourgeois a relativement bien résisté à la crise, mais ceci ne justifie pas un optimisme généralisé et ne se réfère qu'aux chiffres avant provisions. Le résultat avant provisions des banques n'a que légèrement baissé durant la première moitié de l'année courante. Il est vrai que le résultat net (provisoire) après provisions fléchit de 13%, résultat qu'il faut de plus interpréter avec prudence, vu les changements de méthodologie en cours pour l'établissement des bilans des banques. Le patrimoine global net des organismes de placement collectif (OPC) a connu un léger recul au cours du premier semestre de l'année en cours, essentiellement dû à une évaluation moindre des actifs sous gestion. En comparaison annuelle, le recul du patrimoine net enregistré au mois de juin 2008 a été le plus fort depuis mai 2003.*

*Il est trop tôt pour constater une fin de la crise sur les marchés financiers, et l'impact total qu'aura eu cette crise sur le secteur financier comme sur l'économie réelle est aujourd'hui inconnu.*

*Cette crise risque aussi d'avoir des conséquences négatives sur les finances publiques, surtout via les impôts directs sur les sociétés payés par le secteur financier. Le fait que l'étendue de cet impact reste incertaine jusqu'aujourd'hui - puisque des données suffisamment exhaustives font toujours défaut - ne doit pas faire croire que l'effet de la crise sur les recettes de l'Etat, via le secteur financier sera faible. Tout au contraire, il faut continuer à faire preuve de la plus grande vigilance sur le plan budgétaire dans un environnement incertain.*

*Le présent bulletin comprend également deux analyses et trois résumés non techniques de cahiers d'études.*

*La première analyse cherche à expliquer la performance exportatrice relative du Luxembourg par l'évolution de la compétitivité, d'une part, et par la « structure » des exportations d'autre part, aussi bien en termes de catégories de biens qu'en terme de destination géographique. Sommes-nous spécialisés dans les biens pour lesquels la demande internationale augmente rapidement ? Et sommes-nous orientés vers les pays qui augmentent leurs importations relativement plus rapidement ?*

*La seconde analyse présente deux évolutions méthodologiques importantes dans le domaine de la mesure des revenus d'investissements. La nouvelle manière d'estimer les revenus des Special Purpose Entities améliore la comparabilité internationale des données luxembourgeoises. La collecte Titre par Titre combinée à celle relative aux OPC permettra d'affiner l'estimation des revenus des OPC. Finalement, on passera pour les revenus des titres de créance à une nouvelle approche, qui renforcera la cohérence entre les deux sources balance des paiements et comptabilité nationale.*

*La troisième contribution constitue un résumé non technique du cahier d'études de la BCL intitulé « Eurosystem Communication and Financial Market Expectations ». Les auteurs étudient l'impact de la communication de l'Eurosystème sur les attentes des marchés financiers concernant les taux d'intérêt. Il apparaît, entre autre, que les réunions du Conseil des gouverneurs semblent affecter les attentes sur le taux d'intérêt de manière beaucoup plus forte que les publications de chiffres clés macroéconomiques. Aussi, l'impact des décisions de politique monétaire sur les attentes en ce qui concerne le niveau des taux d'intérêt est particulièrement important à un horizon de ½ - 1½ ans. L'utilisation de mots clés peut augmenter le degré de prédictibilité de la politique monétaire à très court terme, mais pas au-delà.*

*La quatrième contribution résume les principaux résultats du cahier d'études intitulé « Recherche et appariement dans le marché des biens et modèle de cycles réels standards ». Le modèle real business cycle (RBC) standard est modifié en remplaçant le marché des biens parfaitement compétitif par un marché des biens plus proche de la réalité : concurrence imparfaite, rigidités et frictions. Il résulte que les caractéristiques du modèle sont améliorées à plusieurs égards et les frictions se révèlent plus nuisibles au bien-être que les rigidités.*



*La dernière contribution est un résumé non technique du cahier d'études intitulé « Négociation séquentielle dans un modèle néo-keynesien avec chômage frictionnel et salaires rigides ». Les auteurs construisent un modèle avec négociation salariale séquentielle, chômage frictionnel et incluant un pouvoir de négociation des salariés concernant le temps de travail. Ce modèle fournit des chiffres plus réalistes pour le marché du travail. De plus, il peut expliquer la persistance de l'inflation observée dans les données.*

*Yves Mersch*

