



BULLETIN
2008

2



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, début décembre 2008

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.8	Les projections pour la zone euro	22
1.9	Le commerce extérieur	23
1.10	La balance des paiements	24
2	La situation économique au Luxembourg	26
2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
2.1.2	Les prix à la production industrielle	30
2.2	L'industrie	31
2.3	La construction	32
2.4	Le commerce et les autres secteurs	33
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	34
2.6	Le marché du travail	35
2.6.1	L'emploi	35
2.6.2	Le chômage	37
2.7	Le secteur financier	40
2.7.1	Les établissements de crédit	41
	L'évolution du nombre des établissements de crédit	
2.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	42
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit luxembourgeois	44
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	53
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	55
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	57
2.7.7	Les organismes de placement collectif	59
2.8	Le commerce extérieur	64
2.9	La balance des paiements	65
2.9.1	Le compte courant	65
2.9.2	Le compte financier	65
2.10	La croissance économique	66
2.11	Les projections macro-économiques	69
2.12	Les finances publiques	76
2.12.1	Projet de budget 2009	76
2.12.2	Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL	80
2.12.3	La dette publique et la soutenabilité à terme de la politique budgétaire	85

2 ANALYSES

1	L'impact des turbulences financières sur les crédits	90
1.1	Les crédits immobiliers	90
1.2	Les crédits à la consommation	92
1.3	Les crédits aux entreprises	94
1.4	Conclusions	96
2	La position extérieure globale du Luxembourg	97
2.1	Introduction	97
2.2	Évolutions de la position extérieure du Luxembourg : vue d'ensemble	98
2.3	Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg	103
2.3.1	La position des investissements directs	103
	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	103
	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	104
2.3.2	La position des investissements de portefeuille	105
	Le portefeuille des résidents en titres étrangers	105
	Le portefeuille des non-résidents en titres luxembourgeois	110
2.3.3	La position des autres investissements (dépôts et crédits)	111
2.4	Conclusion	111
3	Résumé non technique du cahier d'études « (In)stabilité financière, supervision et injections de liquidités : une approche d'équilibre général dynamique »	114

3 STATISTIQUES

1	Statistiques de politique monétaire	118
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	118
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	120
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	122
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	123
1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	126
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	127
1.7	Position de liquidité du système bancaire	128
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	130
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale)	130
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	132
2.4	Éléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	133
3	Marchés des capitaux et taux d'intérêt	134
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats	134
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours	135
3.5	Taux d'intérêt du marché monétaire	136
3.6	Rendements des emprunts publics	137
3.7	Indices boursiers	138
3.8	Taux de change	139

4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	140
4.1	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois	140
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	141
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	142
4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	144
4.14	Évolution du nombre des OPC luxembourgeois	146
4.15	Évolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	147
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	148
4.23	Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises	148
5	Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés	150
5.1	Activité bancaire internationale: ventilation géographique	150
5.2	Activité bancaire internationale: ventilation par devise	152
5.3	Activité bancaire internationale: part du Luxembourg	154
10	Balance des paiements du Luxembourg	156
10.1	Balance des paiements du Luxembourg: résumé	156
11	Position extérieure globale du Luxembourg	157
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg: résumé	157

4 ACTUALITÉS

1	Actualités	160
2	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	170
3	Liste des circulaires de la BCL	171
4	Publications de la BCL	176
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	182
6	Liste des abréviations	185




EDITORIAL

Le 4 décembre 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de réduire une nouvelle fois les taux directeurs de la BCE de 75 points de base. Cette décision s'inscrit dans le prolongement des deux réductions de 50 points de base des taux directeurs annoncées en octobre et novembre 2008. La poursuite de l'atténuation des tensions inflationnistes se confirme, et si l'on se place dans une optique prospective, les taux d'inflation devraient être conformes à la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire, cette évolution supportant le pouvoir d'achat réel. La baisse de l'inflation est liée essentiellement au recul des prix des matières premières et à la décélération prononcée de l'activité économique. L'intensification et la généralisation des turbulences financières, devraient tempérer pour une période prolongée la demande, tant globale que dans la zone euro. En même temps, tout en demeurant élevé, le rythme sous-jacent d'expansion monétaire a continué à se modérer. Globalement, le niveau d'incertitude reste exceptionnellement élevé.

Le Conseil des gouverneurs estime que la faiblesse de l'activité économique mondiale et la forte atonie de la demande intérieure persisteront au cours des prochains trimestres. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2008 des services de l'Eurosystème, l'activité dans la zone euro devrait ensuite se raffermir progressivement, à la faveur de la baisse des cours des matières premières et dans l'hypothèse d'une amélioration de l'environnement international et d'un affaiblissement des tensions financières. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre 0,8% et 1,2% en 2008, entre -1,0% et 0,0% en 2009 et entre 0,5% et 1,5% en 2010. Ces chiffres constituent d'importantes révisions à la baisse par rapport aux projections des services de la BCE pour 2008 et 2009 publiées en septembre.

Quant au Luxembourg, les dernières projections de la BCL prévoient une progression du PIB en volume de moins de 2% en 2008, soit un rythme nettement en-dessous de la moyenne historique. En ce qui concerne 2009, contrairement à l'exercice de projection précédent, un rebond semble désormais exclu. La croissance s'effondrerait davantage atteignant des niveaux qui n'ont plus été observés depuis le début des années 80. Les projections actuelles tablent sur une croissance négative pour 2009. Cette performance serait inférieure au creux du début de la décennie, tel que recensé dans les comptes nationaux, en l'occurrence 1,5% en 2003, et également inférieure à la progression observée lors de la récession précédente en Europe. Pour l'année 2010, la croissance du PIB en volume pourrait au mieux s'établir autour de 3%, en ligne avec le rétablissement timide anticipé par les institutions internationales pour l'économie mondiale et européenne en particulier. Cependant, les perspectives économiques restent entourées d'un degré d'incertitude exceptionnellement élevé. L'économie luxembourgeoise pourrait faire face à une période prolongée de faible croissance du PIB en volume. Les risques pesant sur la croissance économique sont clairement orientés à la baisse. Ils sont liés, pour l'essentiel, à l'éventualité d'une incidence plus forte sur l'économie réelle des turbulences sur les marchés de capitaux et à un ralentissement international qui subsisterait plus longtemps qu'anticipé actuellement.

L'emploi salarié du Luxembourg a connu une évolution étonnamment dynamique jusqu'au premier semestre 2008. Par contre, cette tendance est sur le point de s'inverser. Certes, la part des profits dans le PIB se situe à un niveau historiquement élevé, ce qui aidera à amortir le choc de la stagnation économique et à éviter un ajustement plus sévère de l'emploi. Cependant l'emploi intérimaire a déjà subi une correction à la baisse ; ensuite, les offres d'emplois telles que recensées par l'ADEM ont



fortement diminué; et finalement, les demandes de « chômage partiel » par les entreprises ont atteint un niveau record. Les projections de la BCL tablent donc sur une stagnation de l'emploi à partir de la fin de l'année 2008 jusqu'en 2009, ce qui aboutirait en une croissance de 0,9% en 2009, du fait d'un acquis de croissance, avec une légère accélération en 2010. Le taux de chômage augmenterait par conséquent fortement sur les deux années à venir.

La détérioration de la compétitivité-prix et coûts au Luxembourg a continué en 2008. Ainsi, sur l'ensemble de l'année, la détérioration devrait se chiffrer à 1,2% selon l'indicateur basé sur les prix à la consommation. Selon l'indicateur basé sur le déflateur du PIB, la détérioration serait de 1,1%, et selon celui basé sur les coûts salariaux unitaires elle serait de 3,4%. Cette évolution reflète le recul relativement rapide de l'inflation au cours du quatrième trimestre 2008. Sur la base des projections pour 2009, les indicateurs anticipent une stabilisation, voire une amélioration de la compétitivité. Cependant, il ne s'agit que d'un phénomène passager dû à la conjoncture. En effet, les projections pour 2010 tablent sur un retour à la dégradation structurelle de la compétitivité.


En ce qui concerne les finances publiques du Luxembourg, l'année 2009 se caractériserait par une dégradation significative du solde de l'ensemble des administrations publiques, avec un passage d'une situation excédentaire à un besoin de financement équivalent à 1,9% du PIB. Cette dégradation est liée à trois facteurs principaux, à savoir, la forte décélération de la progression du PIB en volume, les mesures discrétionnaires incluses dans le projet de budget pour 2009 ainsi que l'impact négatif de la crise financière sur les recettes de l'État, comme la taxe d'abonnement et la TVA. Le coût ex ante des mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2009 s'élèverait au total à 1,6% du PIB. Conformément au plan européen pour la relance économique proposé par la Commission européenne, il convient notamment que les mesures budgétaires nationales soient (i) prises en temps voulu, afin d'apporter un soutien rapide, (ii) temporaires, afin d'éviter une détérioration permanente des positions budgétaires qui compromettrait la viabilité des finances publiques et (iii) ciblées sur la source du problème économique, dans la mesure où cela permettrait de maximiser l'effet de stabilisation induit par des ressources budgétaires limitées.

Pour 2010, le prolongement de la détérioration du déficit des administrations publiques par rapport à 2009 se dessine, passant de 1,9% à 2,8%. Cette détérioration est principalement liée à la baisse des recettes de l'État.

Il est essentiel de maintenir la discipline budgétaire et une perspective de moyen terme, en prenant pleinement en compte les conséquences de toute action à court terme pour la soutenabilité des finances publiques. Des réformes du système de pension sont nécessaires pour maîtriser les coûts budgétaires liés au vieillissement de la population.

Le présent Bulletin comprend également deux analyses et un résumé non technique d'un cahier d'études.

La première analyse traite de l'impact des turbulences financières sur l'octroi de crédits au Luxembourg jusqu'en octobre 2008. Selon cette étude sur le passé, il est apparu que l'incidence des turbulences



financières sur l'évolution des crédits demeure faible. Il n'y a aucun signe de durcissement généralisé des critères d'octroi relatifs aux crédits accordés aux ménages. Par contre, le resserrement des critères d'octroi de crédits aux entreprises laisse anticiper une décélération de la croissance de ces crédits.

La deuxième analyse traite de la position extérieure globale du Luxembourg. La position créditrice nette du Luxembourg s'est contractée de 8% en atteignant 38 milliards d'euros à la fin de l'année 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006. Cette détérioration est la conséquence des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers sur certains marchés financiers internationaux.

Finalement, la troisième contribution consiste en un résumé non technique du cahier d'études de la BCL intitulé « (In)stabilité financière, supervision et injections de liquidités : une approche d'équilibre général dynamique ». Il ressort des simulations que Bâle II se traduit par une plus grande stabilité financière du secteur bancaire. Néanmoins, Bâle II est pro-cyclique dans la mesure où la volatilité de l'économie réelle se trouve augmentée. Ces travaux montrent en outre que, à court terme, les injections de liquidités stabilisent tant le secteur financier que l'économie réelle en limitant la hausse des taux d'intérêt et en évitant un assèchement du crédit. Par contre, ces injections peuvent avoir, à long terme, un impact déstabilisant pour l'économie réelle.

Yves Mersch

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.8	Les projections pour la zone euro	22
1.9	Le commerce extérieur	23
1.10	La balance des paiements	24
2	La situation économique au Luxembourg	26
2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
2.1.2	Les prix à la production industrielle	30
2.2	L'industrie	31
2.3	La construction	32
2.4	Le commerce et les autres secteurs	33
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	34
2.6	Le marché du travail	35
2.6.1	L'emploi	35
2.6.2	Le chômage	37
2.7	Le secteur financier	40
2.7.1	Les établissements de crédit	41
	L'évolution du nombre des établissements de crédit	
2.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	42
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit luxembourgeois	44
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	53
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	55
2.7.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	57
2.7.7	Les organismes de placement collectif	59
2.8	Le commerce extérieur	64
2.9	La balance des paiements	65
2.9.1	Le compte courant	65
2.9.2	Le compte financier	65
2.10	La croissance économique	66
2.11	Les projections macro-économiques	69
2.12	Les finances publiques	76
2.12.1	Projet de budget 2009	76
2.12.2	Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL	80
2.12.3	La dette publique et la soutenabilité à terme de la politique budgétaire	85

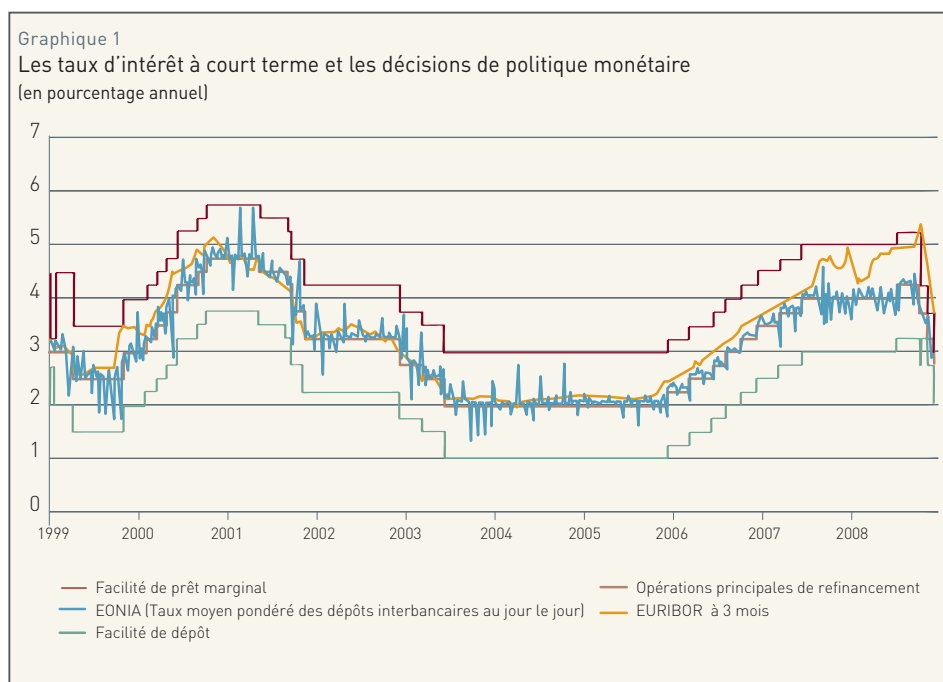
1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Depuis fin-août, le Conseil des gouverneurs de la BCE a baissé le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 175 points de base au total, le portant à 2,50%. Le corridor de fluctuation de l'EONIA (c'est-à-dire du loyer de l'argent au jour le jour) délimité par la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt fut réduit de 200 à 100 points de base ; les taux des facilités permanentes s'élèvent donc, respectivement, à 3,00% et 2,00%.

La baisse du taux appliqué aux opérations principales de refinancement fut implémentée en trois tranches. Le premier abaissement, annoncé le 8 octobre et effectif à partir du 15 octobre, s'élève à 50 points de base et fut décidé par voie de téléconférence dans le cadre d'un assouplissement des conditions monétaires au niveau mondial, en coopération avec la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, le Système fédéral de réserve, la Banque de Suède, la Banque nationale suisse et finalement la Banque du Japon qui avait toutefois décidé de laisser ses taux directeurs inchangés. Depuis juin 2000, les opérations principales de refinancement sont effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux variable assortie d'un taux minimum ; les montants adjudiqués sont en principe inférieurs aux soumissions des contreparties. À compter de l'opération réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement sont toutefois effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe ; en plus, la totalité des soumissions des contreparties est servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

Outre ces décisions concernant le taux appliqué aux opérations principales de refinancement, le Conseil des Gouverneurs a également modifié les taux d'intérêt relatifs aux facilités permanentes. Le 8 octobre, la BCE annonça que les taux d'intérêt sur les facilités permanentes seraient réduits de 50 points de base avec effet immédiat, les portant respectivement à 4,75% et 2,75%. A compter du 9 octobre, le corridor de fluctuation fut réduit à 100 points de base. Ainsi, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal fut abaissé de 50 points de base supplémentaires, alors que le taux de la facilité de dépôt fut augmenté de 50 points de base. Ces décisions ramenaient donc les taux respectifs à 4,25% et 3,25%, par rapport à un taux de refinancement principal de 3,75%.



Sources: BCE, Bloomberg

Le 6 novembre et le 4 décembre, les taux directeurs ont été abaissés de 50 et de 75 points de base, respectivement.

Si l'abaissement des taux directeurs paraît rapide, il convient de souligner que les perspectives de stabilité des prix se sont nettement améliorées au cours d'une période très courte, en parallèle avec une détérioration des perspectives macroéconomiques toute aussi brusque. Ces évolutions se sont bien évidemment également traduites dans les projections de l'Eurosystème (voir ci-contre).

Le degré d'incertitude demeure exceptionnellement élevé et les tensions financières continuent d'ailleurs à se traduire sur le taux moyen pondéré

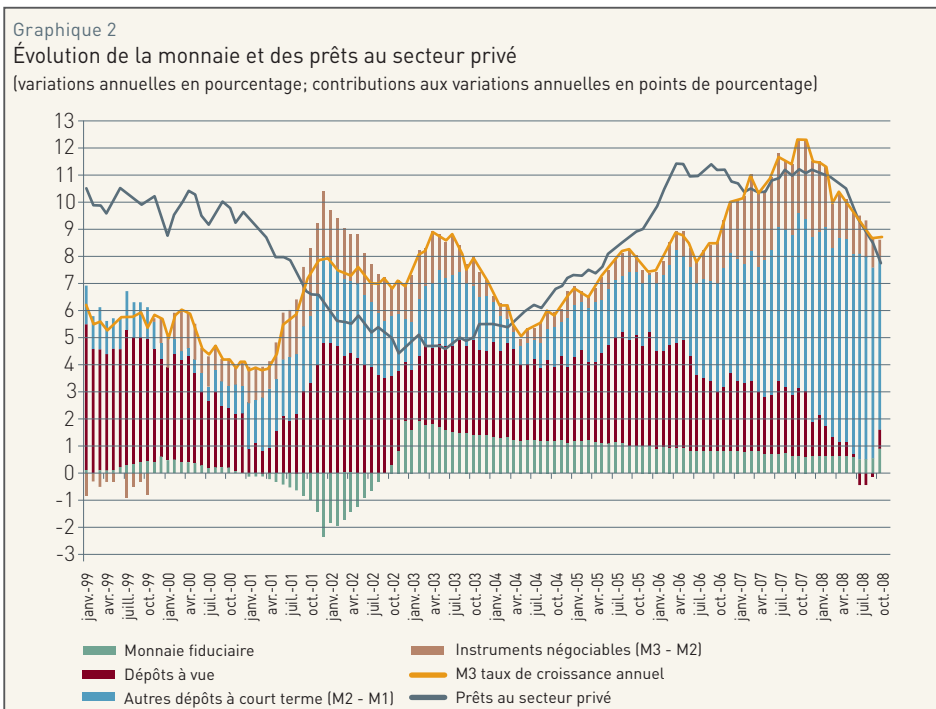
des dépôts interbancaires au jour le jour (EONIA) ainsi que, mais bien que dans une moindre mesure, sur l'EURIBOR à trois.

Alors que la progression annuelle de l'IPCH demeure supérieure au niveau compatible avec la stabilité des prix, l'inflation est en baisse rapide et les perspectives de stabilité des prix se sont nettement améliorées. Dans le sillage du recul des prix de l'énergie, la progression annuelle de l'IPCH s'est graduellement repliée, passant de son pique de 4,0% en juin et juillet à 3,2% en octobre ; selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation s'est établie à 2,1% en novembre. Le repli des taux d'inflation s'explique essentiellement par la baisse considérable des prix des matières premières et le ralentissement sensible de l'activité. Les taux d'inflation devraient continuer de diminuer dans les prochains mois, pour revenir à un niveau compatible avec la stabilité des prix courant 2009. Les projections de décembre 2008 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 3,2% et 3,4% en 2008, et entre 1,1% à 1,7% en 2009. Pour 2010, la hausse de l'IPCH devrait s'établir dans une fourchette allant de 1,5% à 2,1%. Par rapport à septembre, les projections relatives à l'IPCH pour 2008 et 2009 ont été sensiblement révisées à la baisse.


Pour ce qui est de l'activité économique, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,2% au troisième trimestre. Depuis septembre, les turbulences se sont intensifiées et généralisées sur les marchés de capitaux pour se propager graduellement et progressivement du secteur financier à l'économie réelle ; l'économie mondiale dans son ensemble en subit les effets négatifs. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2008 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 0,8% et 1,2% en 2008, entre -1,0% et 0,0% en 2009 et entre 0,5% et 1,5% en 2010. Par rapport à septembre, les projections macroéconomiques pour 2008 et 2009 ont été fortement revues à la baisse.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large et des agrégats de crédit a continué de se ralentir depuis les mois d'été, tout en demeurant soutenue. Les données confirment que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix continuent à s'atténuer, sans toutefois totalement disparaître. Au troisième trimestre, l'agrégat large (M3) a progressé de 8,9%, pour s'inscrire à 8,7% en octobre ; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est établi à 8,9% entre juillet et septembre, et à 7,8% en octobre. À noter que la progression de M3 surpasse sans doute toujours la tendance d'expansion monétaire sous-jacente, ceci étant imputable à l'effet stimulant d'une courbe des rendements relativement aplatie et à d'autres facteurs temporaires. En effet, alors que la courbe de rendements s'est nettement raidie ces derniers mois, le profil plat de la courbe qui prévalait jusqu'en septembre a impliqué une certaine réallocation de portefeuille.

Néanmoins, même en tenant compte de ces effets, une évaluation globale des données les plus récentes confirme que



Source: BCE



la progression monétaire au sens large s'est repliée. Le graphique montre que la contribution de l'agrégat étroit M1 (composé de « monnaie fiduciaire » et « dépôts à vue ») à l'agrégat large M3 s'est toutefois accrue ces derniers mois. Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit à 1,2% et 3,7% en septembre et octobre respectivement.

Si la progression de l'agrégat étroit M1 s'est accrue, celle des autres dépôts à court terme (M2-M1) a fléchi, tout en restant vigoureuse : le taux de croissance annuel relatif à ces dépôts s'est inscrit à 17,7% et 15,5% en septembre et octobre respectivement, reflétant une préférence pour les actifs liquides dans un contexte d'incertitude accrue. L'impact de la croissance dynamique de ces dépôts sur l'agrégat large demeure toutefois considérable, comme souligné par le graphique qui montre bien à quel point M2-M1 a soutenu la croissance de l'agrégat large.

Quant aux sous-composantes de M2-M1, c'est-à-dire les dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, ce sont surtout ces premiers qui sont responsables de la forte expansion de l'agrégat. En effet, les dépôts à préavis ont continué à se replier, alors que la croissance annuelle des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est en moyenne établie à 31,8 % en septembre et octobre.

La croissance annuelle des instruments négociables M3-M2 s'est également modérée en septembre et octobre, s'inscrivant respectivement à 7,3% et 5,3%. Ces développements sont attribuables à la modération de l'évolution des trois sous-composantes de M3-M2. En effet, le taux de croissance annuel des titres d'OPCVM monétaires s'est ralenti pour passer à 1,7% en octobre. La progression annuelle des titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans s'est également repliée.

En ce qui concerne les contreparties de M3, aucun signe patent d'un assèchement de l'offre de crédit n'a été observé dans la zone euro. On constate que les prêts au secteur privé affichent une tendance baissière, s'établissant à 8,4% en octobre. La décomposition sectorielle indique que le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières (SNF) a continué à fléchir tout en continuant à s'inscrire à des niveaux élevés ; en effet, la progression annuelle des prêts aux SNF est passée de 12,6% au troisième trimestre à 11,9% en octobre. Quant à la croissance annuelle des prêts aux ménages, elle a continué sur sa trajectoire baissière entamée en 2006, tant du côté des prêts immobiliers que du côté des crédits à la consommation ; la progression des prêts immobiliers a d'ailleurs atteint son creux historique en octobre, à 3,5%.

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

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

Le coût des nouveaux crédits, tout comme la rémunération des dépôts, offerts par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro a nettement progressé au cours du troisième trimestre de l'année 2008.

On entend par nouveaux contrats tous les nouveaux accords passés entre un agent économique (ménage ou société non financière) et sa banque au cours de la période de référence. Ainsi, les nouveaux accords comprennent tous les contrats et conditions financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

Tandis que le taux de refinancement de l'Eurosystème a été relevé de 25 points de base le 9 juillet 2008, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt est inférieure à un an a augmenté de 32 points de base entre juin (5,48%) et septembre 2008 (5,80%). Le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, a progressé de manière un peu moins prononcée entre juin (6,95%) et septembre (7,20%). Les taux d'intérêt proposés aux

ménages par les banques de la zone euro pour des crédits qui ne concernent ni la consommation, ni l'immobilier (catégorie des autres crédits), n'ont progressé que de 23 points de base sur cette période, passant de 6,03% en juin à 6,26% en septembre 2008.

C'est sur la catégorie des crédits aux sociétés non financières à taux variable et dont le montant est inférieur à un million d'euros que la hausse du taux d'intérêt est la moins prononcée. Celui-ci n'a progressé que de 18 points de base sur la période sous revue, passant de 6,16% en juin à 6,34% en septembre 2008. Parallèlement, le coût des crédits à taux variable et dont le montant est supérieur à un million d'euros était en hausse de 27 points de base (de 5,35% à 5,62%).

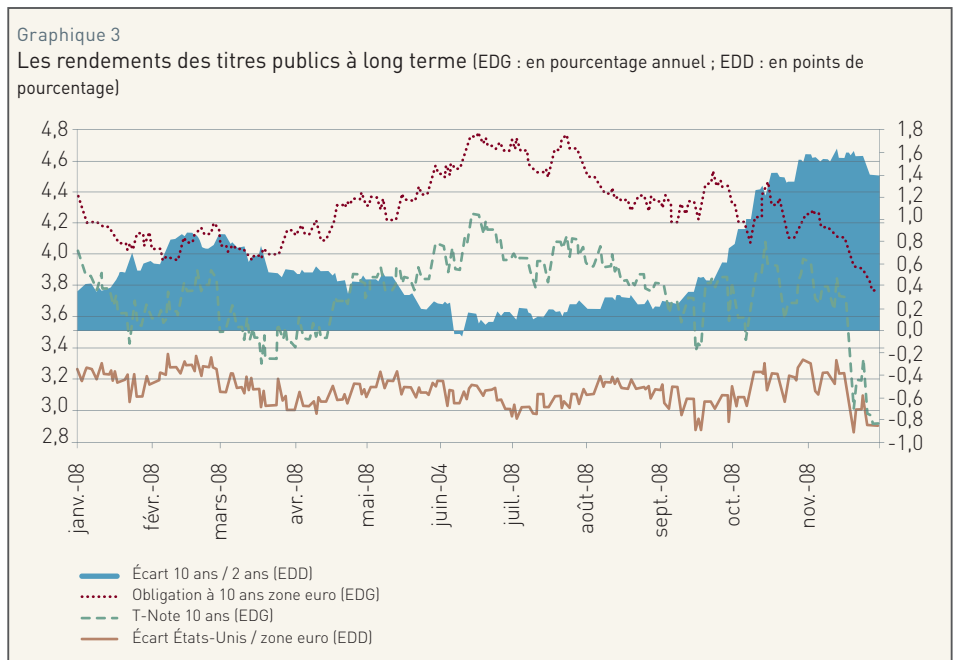
La rémunération des dépôts des ménages a progressé de 22 points de base entre juin (4,43%) et septembre 2008 (4,65%), tandis que celle des dépôts des sociétés non financières a progressé de 23 points de base sur cette même période (de 4,28% à 4,51%). Cette évolution est en ligne avec celle des taux de marché à court terme.

1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Depuis la fin du mois d'août, les rendements des titres publics à long terme aux États-Unis et dans la zone euro ont affiché une forte volatilité mais se sont globalement inscrits dans une tendance baissière qui a reflété un comportement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs. Entre le 1er septembre et le 30 novembre 2008, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a baissé de 53 points de base dans la zone euro et de 89 points de base aux États-Unis pour s'établir respectivement à 3,77% et 2,92%. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les États-Unis s'est légèrement accru pour avoisiner les 85 points de base en fin de période. L'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est quant à lui nettement creusé dans la zone euro depuis le mois de septembre sous l'effet, notamment, de l'influence des baisses de taux d'intérêt directs sur l'évolution des taux courts.

Au cours de la période étudiée, les marchés obligataires ont affiché une forte volatilité. En dépit des mesures de sauvetage des agences de refinancement hypothécaire américaines Fannie Mae et Freddie Mac, le rendement des bons du trésor à 10 ans a

continué de reculer au début du mois de septembre dans la zone euro et aux États-Unis en raison du mouvement de fuite vers la qualité inhérent à la crise de confiance sur les marchés financiers. Le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans s'est de nouveau tendu à la suite de l'annonce du plan Paulson, mais cette hausse s'est toutefois interrompue du fait de l'incertitude concernant la réalisation de ce plan et de la reprise des turbulences financières générée par de nouveaux risques de défaillances au niveau des établissements de crédit. Le reflux des anticipations d'inflation et la dégradation des perspectives économiques ont également contribué à ce mouvement de détente des taux longs sur les emprunts d'État jusqu'au début du mois d'octobre. Les plans de sauvetage annoncés par le gouvernement américain et les pays membres de la zone



Sources: Bloomberg, BCE

euro se sont quant à eux traduits par une hausse des rendements de long terme sur les emprunts d'État en raison, d'une part, d'une baisse de l'aversion au risque de la part des investisseurs, et d'autre part, de l'augmentation anticipée de l'offre de titres de la dette publique inhérente à leur mise en œuvre. Les taux sur les emprunts d'État à 10 ans se sont ensuite de nouveau détendus sous l'effet d'une rechute des marchés d'actions et, principalement, d'une anticipation de baisses des taux d'intérêt directs par les opérateurs de marché. Ce mouvement de détente des taux longs s'est ensuite prolongé de manière significative jusqu'à la fin du mois de novembre, reflétant ainsi le comportement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs, et ce dans un contexte de dégradation prononcé des perspectives économiques.

L'écart de rendement entre les obligations à 2 ans et celles à 10 ans dans la zone euro s'est quant à lui nettement creusé depuis le début du mois de septembre, pour atteindre un différentiel de 1,40% au 30 novembre 2008, alors qu'il était de seulement 0,26% au début du mois de septembre. En provoquant une détente des taux courts, l'assouplissement de la politique monétaire par l'Eurosystème a engendré une « pentification » de la courbe des taux, c'est-à-dire une hausse de l'écart entre les taux courts et les taux longs. L'évolution de cet écart a néanmoins été également accentuée par le comportement des taux longs ; la mise en œuvre des plans de sauvetage des banques s'est en effet traduite par une hausse de la dette publique et, ce faisant, par une augmentation de l'offre d'obligations de long terme par les États, ce qui a contribué à réduire leur prix et donc à augmenter les taux d'intérêt sur ce type de maturité.

De son côté, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro a tout d'abord augmenté de manière temporaire jusqu'à la mi-septembre, avant de connaître une tendance à la baisse jusqu'à la fin du mois d'octobre, pour finalement s'accroître de manière significative à partir du mois de novembre. Dans l'ensemble, ces évolutions sont attribuables à la volatilité plus prononcée des rendements américains qui a accompagné les changements de perception du risque de la part des opérateurs de marché, et ce au gré des différentes phases de développement de la crise économique et financière. Dans cette perspective, le phénomène de fuite vers la qualité a largement contribué au creusement du différentiel de rendement des obligations à long terme entre les États-Unis et la zone euro en fin de période. Cette tendance caractérisée par un repli généralisé vers des valeurs refuges s'est également illustrée au niveau de la zone euro à travers une préférence des investisseurs pour le papier allemand, considéré comme plus sûr et plus liquide en période de turbulences financières. Au cours de la période étudiée, les écarts de taux

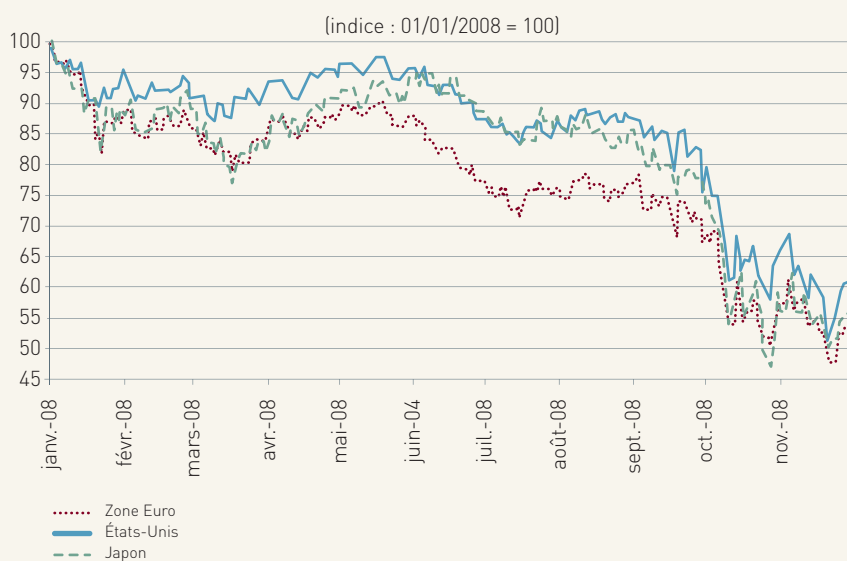
d'intérêt à long terme sur les titres de la dette publique des différents pays de la zone euro ont connu des évolutions divergentes, notamment lors de la période de tensions suscitée par les risques de défaillances d'établissements de crédit au début du mois d'octobre, reflétant ainsi les primes de risque attribuées par les investisseurs à la qualité de remboursement des différents émetteurs souverains.

1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Après avoir observé une pause au cours du mois de juillet et du mois d'août, les principaux indices boursiers aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro ont globalement poursuivi leur tendance à la baisse à partir du mois de septembre. Le Dow

Graphique 4

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon



Source: Bloomberg

Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement creusé leurs pertes de 43,5%, 43,1% et 50,8% entre le 1er septembre et le 30 novembre 2008, tandis que le point bas atteint à la fin du mois de novembre a ramené les indices à leur niveau de début 2003. La période récente a par ailleurs été marquée par une forte volatilité sur les marchés boursiers sous l'effet des difficultés rencontrées par de nombreux établissements financiers, de l'assombrissement des perspectives de croissance et de l'intervention des banques centrales et des gouvernements pour soutenir le système économique et financier.

Deux semaines après la mise sous tutelle des établissements de refinancement hypothécaire américains Fannie Mae et Freddie Mac, la mise en faillite de Lehman Brothers, le prêt de 85 milliards de dollars octroyé par la Réserve fédérale à AIG et la reprise de Merrill Lynch par Bank of America ont ravivé la crise de confiance des opérateurs et provoqué une baisse des indices boursiers dans la seconde moitié du mois de septembre. Au cours de cette période, l'annonce du plan Paulson visant à la création d'une structure de défaisance de 700 milliards de dollars destinée à soulager les banques des actifs « toxiques » liés à l'immobilier a seulement permis de favoriser un rebond de courte durée du fait des doutes concernant son adoption par le Congrès et des incertitudes entourant les modalités de sa mise en œuvre. Les inquiétudes relatives à l'évolution de l'économie, avec la révision à la baisse des chiffres de la croissance américaine, et la paralysie du marché interbancaire, malgré les interventions massives des principales banques centrales, ont également pesé sur la tendance jusqu'à la fin du mois de septembre.

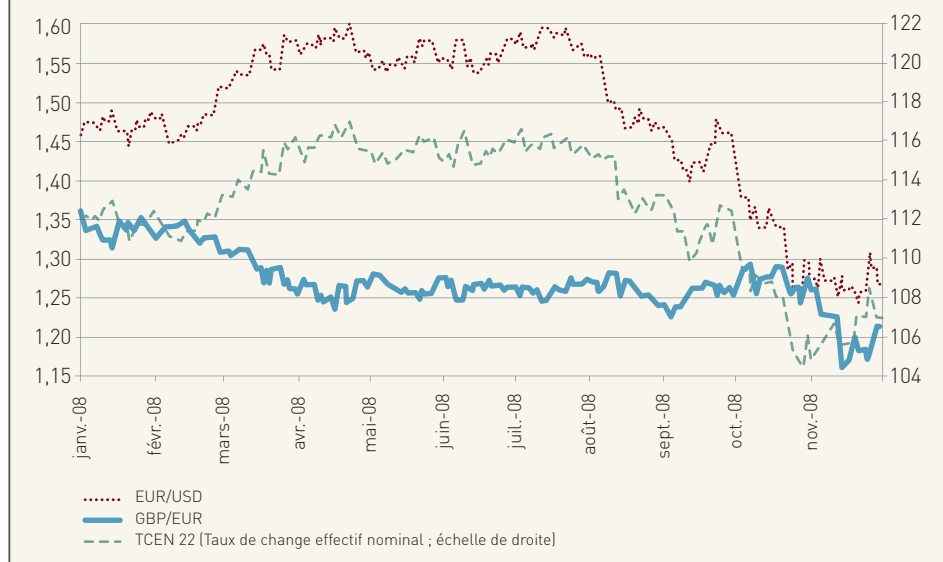
Le repli des principaux indices boursiers s'est poursuivi au mois d'octobre sous l'effet des difficultés rencontrées par de nombreux établissements bancaires (Fortis, Bradford & Bingley, Hypo Real Estate, Dexia, Wachovia...). La crise de confiance qui en a découlé a alors amené les gouvernements et les banques centrales à poursuivre leurs efforts pour endiguer les mécanismes de contagion de la crise financière et limiter le risque systémique. Les principales banques centrales ont assoupli les procédures de refinancement du système bancaire et mis en place une action concertée de baisse des taux d'intérêt directeurs, tandis que les gouvernements, après avoir élargi le montant des garanties pour les épargnants, ont élaboré des plans de sauvetage destinés à recapitaliser les banques et à garantir leurs émissions de dette sur les marchés. Ces différentes mesures, qui ont permis d'enrayer la crise de confiance des opérateurs et de favoriser un retour à la normale sur les marchés interbancaires, se sont traduits par un rebond substantiel mais éphémère des indices boursiers. Le soulagement a en effet laissé la place aux inquiétudes concernant la conjoncture économique et les craintes de récession sont revenues au premier plan, de sorte que la baisse des indices boursiers s'est poursuivie jusqu'à la fin du mois d'octobre.

A la fin du mois d'octobre et au début du mois de novembre, les cours boursiers se sont à nouveau inscrits en hausse dans le sillage des décisions de politique monétaire des principales banques centrales et du prolongement anticipé du cycle de baisse des taux d'intérêt directeurs, mais l'embellie observée s'est toutefois arrêtée du fait de l'assombrissement des perspectives économiques. Les craintes de récession ont alors de nouveau fortement pesé sur les cours. La publication d'une série de mauvais indicateurs économiques est venue confirmer les inquiétudes des opérateurs concernant l'évolution de l'économie, tandis que les marchés ont commencé à prendre en considération l'éventualité d'un scénario déflationniste aux Etats-Unis et en Grande Bretagne. En fin de mois, le sauvetage de Citigroup, l'annonce de plans de relance de l'économie par les gouvernements et les nouvelles mesures annoncées par la Fed pour soutenir le marché du crédit ont certes été bien accueillis par les marchés, mais l'incertitude persistante concernant l'ampleur de la crise économique et financière actuelle laisse entrevoir une poursuite de la volatilité des cours pour les mois à venir.

1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Depuis la fin du mois d'août, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 22 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a poursuivi sa tendance à la baisse pour se déprécier de 5,78% au 30 novembre 2008. Cette évolution s'explique principalement par le recul de

Graphique 5
Les taux de change de l'euro



Sources: Bloomberg, BCE

l'euro par rapport au dollar américain, au yen et au franc suisse, la monnaie unique ayant en revanche connu une appréciation face à la livre sterling, au zloty polonais, au forint hongrois, au leu roumain et à la couronne suédoise au cours de la période étudiée.

En dépit d'une légère appréciation à la mi-septembre inhérente aux conséquences de l'annonce du plan Paulson (e.g. l'augmentation de la dette publique américaine et l'éventualité d'une possible dégradation de la note souveraine des Etats-Unis), l'euro a poursuivi son mouvement de dépréciation face au dollar américain ; au 30 novembre 2008, la monnaie unique avait perdu 25,6% de sa valeur en comparaison avec le pic atteint lors de la séance du 11 juillet 2008. Les anticipations de

baisses de taux directeurs de la BCE par les opérateurs de marché, les difficultés rencontrées par certains établissements bancaires en Europe, les inquiétudes concernant l'entrée en récession de la zone euro et le reflux du prix du baril de pétrole ont certes contribué à cette tendance, mais de manière générale, la crise économique et financière a redonné une certaine vigueur au billet vert en tant que monnaie de réserve internationale. La montée de l'aversion au risque a en effet amené les investisseurs à accorder une préférence pour les actifs libellés en dollars, considérés comme des valeurs refuges, ce qui s'est traduit par des mouvements de capitaux vers les Etats-Unis, notamment en provenance des bourses des pays émergents.

Au cours de la période étudiée, le yen et le franc suisse se sont également fortement appréciés vis-à-vis de l'euro ; entre le 31 août et le 30 novembre 2008, la monnaie japonaise et la monnaie suisse ont respectivement gagné 31,7% et 4,87% face à la monnaie unique. L'abaissement concerté des taux d'intérêt par les principales banques centrales au début du mois d'octobre et la volatilité du marché des changes ont eu pour effet de mettre un frein aux opérations de portage (carry trade) qui consistaient à s'endetter dans une monnaie où les taux d'intérêt étaient faibles pour investir dans des monnaies disposant de rendements plus élevés, de sorte que les investisseurs ont eu tendance à déboucler massivement leurs positions spéculatives dans ces devises. De son côté, la livre sterling s'est dépréciée au cours des trois derniers mois par rapport à l'euro (-2,41%) sous l'effet, non seulement, de la forte baisse des taux d'intérêt directeurs décidée par la Banque d'Angleterre au début du mois de novembre, mais également, des inquiétudes des investisseurs par rapport à l'ampleur de la récession outre-manche.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne slovaque, la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. De manière à maintenir la couronne danoise au sein de sa marge de fluctuation, la Banque centrale du Danemark a toutefois été amenée à augmenter ses taux directeurs à deux reprises au cours du mois d'octobre afin de freiner les sorties de capitaux survenues lors de la période de turbulences traversée par les marchés financiers. De son côté, la couronne slovaque a continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 320,126 SKK/euro, cours qui servira de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de la Slovaquie le 1er janvier 2009. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) ont pour leur part été fortement affectées par la crise financière internationale. A l'instar de la chute récente du rouble

face au dollar et à l'euro, les monnaies de la plupart de ces pays ont été mises sous pression, notamment le zloty polonais, le forint hongrois et le leu roumain. Les mouvements de capitaux qui ont accompagné la montée de l'aversion au risque ont en effet entraîné une forte dépréciation de ces devises, ce qui a conduit les banques centrales à intervenir sur le marché des changes pour soutenir le cours de leur monnaie. De manière à éviter une crise majeure de balance des paiements, la Hongrie a bénéficié à la fin du mois d'octobre d'un plan de sauvetage de 20 milliards d'euros du Fonds monétaire international, de l'Union européenne et de la Banque mondiale, peu de temps après avoir obtenu un soutien financier de 5 milliards d'euros de la part de la BCE.

1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), après avoir atteint avec 4% en juin et juillet un pic historique depuis l'introduction de l'euro en 1999, s'est inscrite depuis août 2008 en baisse pour ressortir à 3,2% en octobre 2008. Ce renversement de tendance résulte notamment du fléchissement des taux de progression des prix de l'énergie et des produits alimentaires par rapport à leurs points culminants en juillet 2008.

En effet, après son sommet de 17,1% en juillet, le rythme annuel des prix de l'énergie s'est modéré à 9,6% en octobre par suite de l'effet de baisse du cours du pétrole depuis août 2008. Un renversement de tendance s'observe également au niveau du taux annuel des prix des produits alimentaires transformés. En effet, alors que ce taux s'est inscrit à 7,2% en juillet, il a diminué graduellement à 5,1% en octobre 2008.

De même, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés, ayant atteint son pic de 4,4% en juillet 2008, a progressivement diminué au cours des derniers mois pour s'établir à 3,4% en octobre, essentiellement sous l'effet de la distension sur les marchés des matières premières alimentaires.

Depuis juillet 2008, la dynamique des prix des produits manufacturés hors énergie s'est légèrement accentuée tout en restant cependant modérée avec des taux compris entre 0,5% et 1%.

Le rythme annuel des prix des services, restant à un niveau élevé, a légèrement diminué de 2,7% en août 2008 à 2,6% en septembre et octobre 2008. Ceci s'explique probablement par des effets indirects des fortes diminutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires intervenues précédemment au niveau mondial et ayant une incidence sur les coûts.

Tableau 1

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

	2006	2007	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 janv.	2008 févr.	2008 mars	2008 avril	2008 mai	2008 juin	2008 juil.	2008 août	2008 sept.	2008 oct.	2008 nov.
IPCH global	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,3	3,6	3,8	3,2	3,3	3,6	3,3	3,7	4,0	4,0	3,8	3,6	3,2	2,1
Dont																				
Produits alimentaires non transformés	2,8	3,0	3,1	3,3	2,4	3,1	3,5	3,7	3,9	3,3	3,3	3,8	3,1	3,9	4,0	4,4	3,7	3,6	3,4	
Produits alimentaires transformés	2,1	2,8	2,1	2,0	2,5	4,5	6,4	6,9	6,7	5,9	6,5	6,8	7,0	6,9	7,0	7,2	6,8	6,2	5,1	
Produits manufacturés hors énergie	0,6	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	0,5	0,7	0,9	1,0	
Énergie	7,7	2,6	1,2	0,5	0,7	8,1	10,7	13,6	15,1	10,6	10,4	11,2	10,8	13,7	16,1	17,1	14,6	13,5	9,6	
Services	2,0	2,5	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6	2,4	2,6	2,5	2,4	2,8	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,5	2,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,5	2,5	2,5	2,3	2,4	2,7	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation continue sur sa trajectoire descendante en novembre pour s'inscrire à 2,1%. Cependant, la ventilation détaillée des composantes de l'IPCH pour le mois de novembre ne sera publiée que mi-décembre.

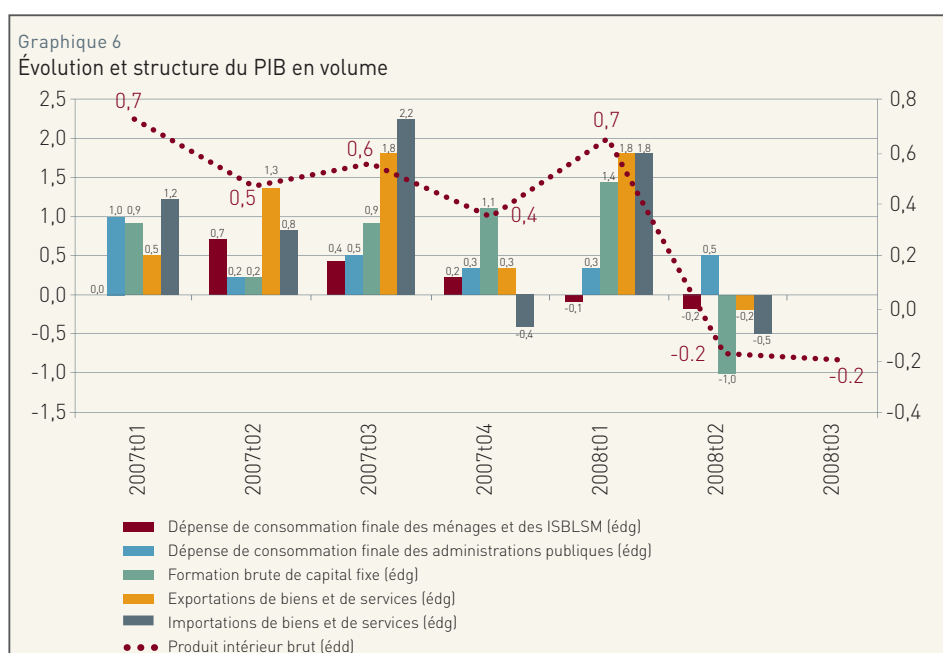
Les récentes projections des services de l'Eurosystème indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 3,2% à 3,4% en 2008, revenant entre 1,1% et 1,7% en 2009. Pour 2010, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,5% et 2,1%. Les projections d'inflation pour 2008 et 2009 ont été considérablement révisées à la baisse par rapport à celles des services de la BCE de septembre 2008, en particulier en raison du fort recul des cours des matières premières et de l'incidence baissière de l'affaiblissement de la demande.

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

Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le deuxième trimestre de 2008 témoignent d'un recul de 0,2% en rythme trimestriel du PIB de la zone euro après une progression de 0,7% au premier trimestre. L'évolution favorable observée au premier trimestre semble néanmoins en partie liée à des facteurs temporaires caractérisés par des conditions météorologiques exceptionnellement clémentes qui ont stimulé l'activité dans le secteur de la construction au début de l'année tandis que l'affaiblissement de l'activité économique au deuxième trimestre constitue pour partie une réaction technique à cette forte croissance. Néanmoins, ce chiffre plus faible du deuxième trimestre reflète aussi une modération de la croissance, la hausse du prix des matières premières et le ralentissement de l'activité économique mondiale. D'ailleurs, l'estimation rapide pour le troisième trimestre de 2008 publiée par Eurostat qui affiche un recul du PIB de la zone euro de 0,2% en glissement trimestriel, corrobore ce scénario d'un trou d'air conjoncturel.

L'examen des différentes composantes du PIB révèle que la baisse du PIB au deuxième trimestre est imputable à la demande intérieure, la contribution du solde commercial au cours de cette période a pour sa part été nulle en raison d'une évolution sensiblement identique des exportations et des importations. Plus en détail, la faiblesse de la demande intérieure au deuxième trimestre 2008 est essentiellement liée au recul brutal de la croissance de l'investissement qui a baissé de 1,0% au deuxième trimestre, après une hausse de 1,4% en glissement trimestriel au premier trimestre. La ventilation des données relatives à l'in-

investissement confirme que la volatilité de cette composante est pour grande partie liée aux évolutions dans le secteur de la construction. Il est probable que l'activité dans la construction ait été dopée par les conditions météorologiques clémentes des premiers mois de l'année, ce qui expliquerait le recul observé au deuxième trimestre. En ligne avec le durcissement des conditions de financement, le ralentissement de la progression de la rentabilité et l'atténuation des tensions sur les capacités de production, l'investissement hors construction ainsi que celui dans les équipements de transport ont eux aussi affiché une baisse au cours du trimestre sous revue mais dans une moindre amplitude que celle observée pour l'investissement dans la construction. La baisse de la consom-

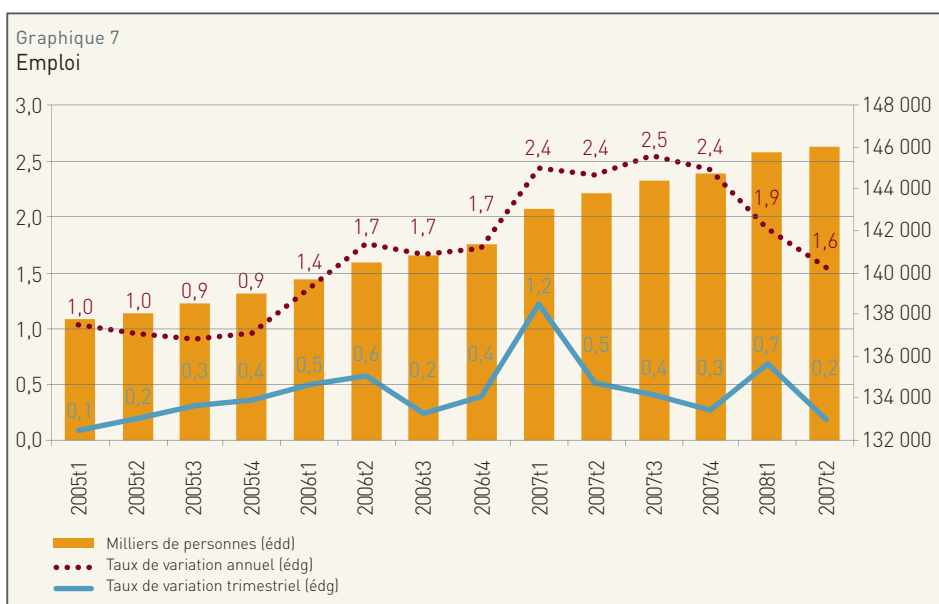


Source: Eurostat

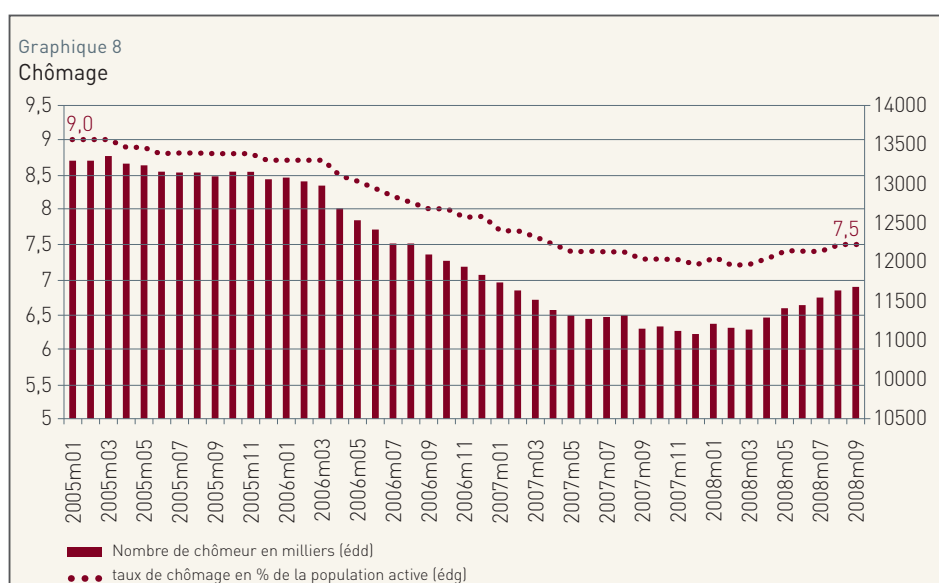
mation privée observée au premier trimestre de 2008 (de 0,1%) s'est poursuivie au deuxième trimestre 2008, les dépenses ayant diminué de 0,2 % en glissement trimestriel. Cette situation s'explique par la dégradation du pouvoir d'achat des ménages inhérente à la hausse des prix des matières premières et des produits alimentaires laquelle s'est traduite par un recul marqué des ventes de détail dans la zone euro au cours du deuxième trimestre. De surcroît, le recul des marchés boursiers a provoqué une baisse du patrimoine financier des ménages. En outre, la dépense de consommation finale des administrations publiques a, quant à elle, légèrement compensé la contraction de l'activité qui s'est produite au cours du deuxième trimestre de 2008. Après avoir connu une augmentation de 0,3% au premier trimestre, cette composante de la demande intérieure a, en effet, affiché une croissance de 0,5% pour le deuxième trimestre.

Après plusieurs années de nette amélioration, le marché du travail de la zone euro a connu un retournement ces derniers mois. De fait, les données les plus récentes pour le début de l'année 2008, témoignent d'un certain ralentissement de la progression de l'emploi. La croissance de l'emploi dans la zone euro a décéléré à environ 1,6% en glissement annuel et 0,2% en glissement trimestriel au cours du deuxième trimestre de 2008 après encore respectivement 1,9% et 0,7% au premier trimestre. L'emploi a ainsi atteint 145,9 millions de personnes au deuxième trimestre de l'année. Les perspectives d'emploi ressortant des enquêtes vont dans le sens d'un fléchissement qui augure d'une poursuite du ralentissement de l'emploi au cours du second semestre de 2008.

Après plusieurs années de recul, le taux de chômage de la zone euro s'est inscrit en hausse depuis le début de l'année 2008. Il est graduellement passé de 7,2% à 7,4% du premier au deuxième trimestre et à 7,5% au troisième trimestre. En outre, le nombre de chômeurs a aussi enregistré une hausse au cours des trois premiers trimestres de 2008 et les dernières estimations disponibles indiquent que désormais près de 12 millions de personnes (11,9 plus précisément) sont au chômage au sein de la zone euro.



Source: Eurostat



Source: Eurostat

1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Tableau 2
Projections et prévisions macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles moyennes en pourcentage)

	2008	2009	2010
Projections de la BCE et de l'Eurosystème			
sept-08	1,1 - 1,7	0,6 - 1,8	n.d.
déc-08	0,8 - 1,2	-1,0 - 0,0	0,5 - 1,5
Prévisions de la Commission européenne			
sept-07	1,3	n.d.	n.d.
oct-08	1,2	0,1	0,9
Projections de l'OCDE			
sept-08	1,3	n.d.	n.d.
mi nov-08	1,1	-0,5	1,2
fin nov-08	1,0	-0,6	1,2
Projections du FMI			
oct-08	1,3	0,2	n.d.
nov-08	1,2	-0,5	n.d.

Sources : BCE, Commission européenne, OCDE et FMI

Les dernières prévisions établies par l'Eurosystème, la Commission européenne, l'OCDE et le FMI tablent toutes sur une décélération du PIB de la zone euro en 2008 et, un recul en 2009. Il convient de garder à l'esprit que depuis la faillite de Lehman Brothers, intervenue à la mi-septembre, les turbulences financières se sont fortement intensifiées. Ces dernières ont entraîné des révisions à la fois fréquentes et défavorables des prévisions de croissance pour la zone euro.

Comme le montre le tableau ci-dessus, les prévisions de croissance du PIB pour l'année 2008 ont été marginalement revues à la baisse depuis le mois de septembre et ce, quelque soit l'institution considérée (FMI, OCDE, Commission européenne). En revanche, les prévisions du FMI pour l'année 2009 se sont dégradées fortement, en l'espace de quelques semaines seulement. La croissance du PIB de la zone euro a ainsi été revue à la baisse de 0,7 point à -0,5%. Ce dernier chiffre correspondait également à la prévision du 13 novembre 2008 de l'OCDE pour l'année 2009. Le 25 novembre, cette dernière organisation a finalement révisé à la baisse de 0,1 point cette prévision, à -0,6%.

Selon les dernières projections de décembre 2008 de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait fléchir en 2008 et en 2009 après deux années d'expansion supérieure à son taux potentiel (2,9% en 2006 et 2,6% en 2007). Dans un contexte marqué par le ralentissement de l'activité économique mondiale, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 0,8% et 1,2% en 2008 et entre -1,0% et 0,0% en 2009. Rappelons que les projections de septembre de la BCE prévoyaient respectivement une fourchette comprise entre 1,1% et 1,7% et entre 0,6% et 1,8% pour ces deux années. La croissance de l'activité devrait ensuite se raffermir progressivement en 2010 pour s'établir entre 0,5% et 1,5%, à la faveur de la baisse des cours des matières premières et dans l'hypothèse d'une amélioration de l'environnement international et d'un affaiblissement des tensions financières.

Cela étant, l'incertitude entourant ces perspectives demeure exceptionnellement élevée et, dans l'ensemble, les risques pesant sur ces projections de croissance sont orientés à la baisse. Ces risques sont,

pour l'essentiel, liés à l'éventualité que les turbulences observées sur les marchés de capitaux aient une incidence plus négative que prévue sur l'économie réelle. Les risques à la baisse découlent également de l'effet modérateur sur la consommation et l'investissement de nouveaux renchérissements imprévus de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que d'une possible apparition de pressions protectionnistes et de perturbations que pourraient entraîner les déséquilibres mondiaux actuels.

Pour ce qui concerne les composantes de la demande intérieure, c'est la formation brute de capital fixe qui devrait être la plus affectée par le resserrement des conditions financières et la faiblesse de l'activité économique tout au long de l'horizon de projection. Alors que l'investissement non-résidentiel serait principalement impacté par la baisse des marges de profit, l'investissement résidentiel devrait quant à lui refléter la situation préoccupante du marché de l'immobilier dans certains pays de la zone euro. Dans ce contexte, la formation brute de capital fixe évoluerait entre 0,2% et 1,2% en 2008, entre -6,0% et -3,0% en 2009 et entre -2,4% et 1,0% en 2010. La consommation publique se situerait pour sa part sur un sentier de croissance modéré, en s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,9% et 2,3% 2008 et entre 1,3% et 1,9% en 2009 et 2010.

L'atonie de la croissance de la consommation privée, projetée tout au long de l'horizon de projection, s'expliquerait par la dégradation du pouvoir d'achat des ménages inhérente au ralentissement de la croissance de l'emploi. En outre, la hausse de l'épargne de précaution pourrait aussi peser sur la consommation privée en 2008 et 2009, sous les effets conjugués de l'incertitude liée à l'évolution de la conjoncture et du marché immobilier d'une part et, d'autre part, de la hausse du chômage. Dès lors, la consommation privée s'inscrirait entre 0,1% et 0,5% en 2008, entre -0,3% et 0,7% en 2009 et entre 0,6 et 1,8% en 2010.

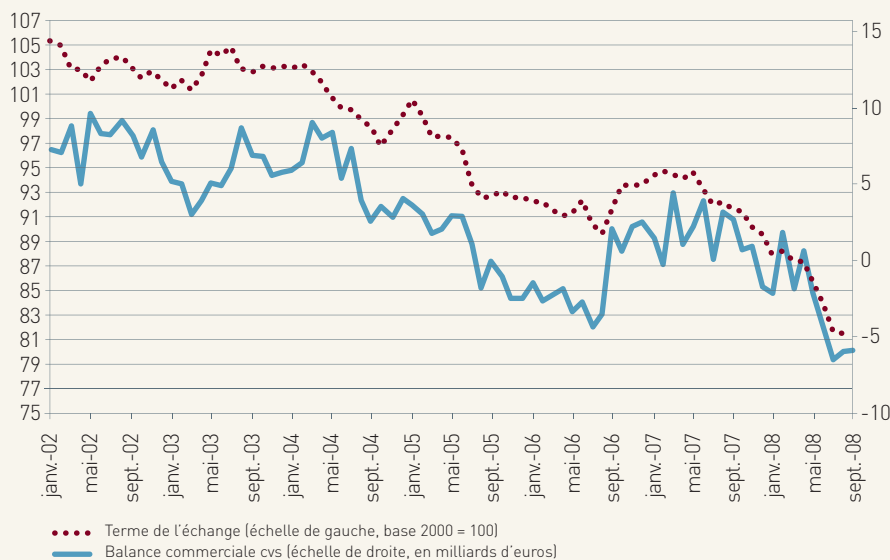
Enfin, au niveau du commerce extérieur, les récentes pertes de compétitivité-prix devraient à court terme exercer un effet pénalisant sur les exportations. Ensuite, le redressement progressif des exportations - projeté pour la mi-2009 - s'expliquerait à la fois par le renforcement de la demande internationale et par la dépréciation projetée de l'euro. La croissance des exportations se situerait alors entre 2,4% et 3,4% en 2008, entre -1,4% et 1,0% en 2009 et, entre 2,3% et 4,9% en 2010. Parallèlement, la croissance des importations déclinerait en 2008 et 2009, en ligne avec l'évolution prévue de la demande intérieure. Les importations s'inscriraient dans des fourchettes entre comprises entre 2,0% et 3,0% en 2008, entre -1,9% et 1,1% en 2009 et entre 1,4% et 5,2% en 2010. Au total, compte tenu de la moindre croissance des importations par rapport à celle projetée pour les exportations, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement positive sur l'horizon de projection.

1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Sur les trois premiers trimestres de 2008, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit cumulé de 29,6 milliards d'euros, comparé à un excédent cumulé de 8,7 milliards sur la même période 2007. Cette importante détérioration du solde commercial s'explique par la croissance relativement forte (+10%) des importations qui, sous l'effet du renchérissement des produits pétroliers, ont atteint 1 206 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Les exportations de la zone euro ont certes progressé à un rythme assez soutenu (+6% à 1 176 milliards d'euros), mais elle s'est avérée inférieure à celle des importations. Toutefois en termes de volumes, les importations ont baissé de 2,6% alors que les exportations ont affiché une hausse de 3,1%. Le différentiel de croissance en termes nominaux provient donc d'une évolution défavorable des prix relatifs. La hausse de 13% dans les valeurs unitaires à l'importation, comparée à une progression de 3% pour les valeurs unitaires à l'exportation, a en effet occasionné une importante détérioration (-10%) des termes de l'échange. Cette évolution défavorable, essentiellement imputable à la hausse du pétrole sur cette période, est à la base de la dégradation du solde commercial de la zone euro (voir graphique).

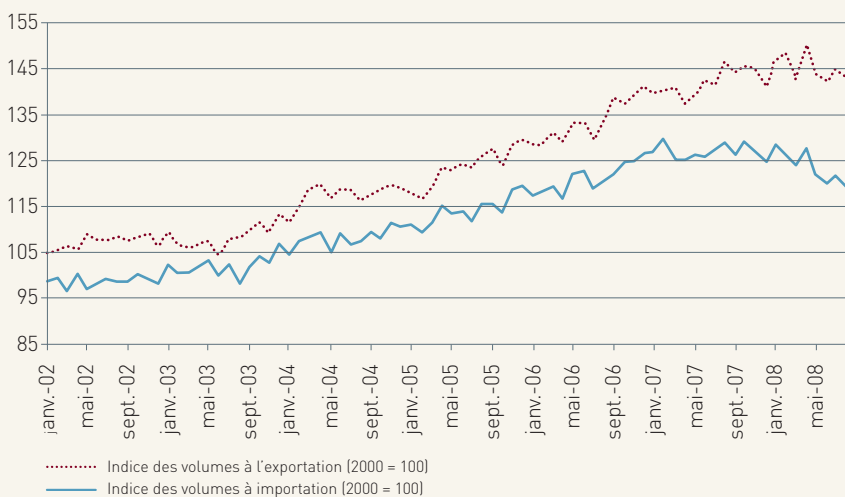
La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que le déficit dans l'énergie a fortement grimpé (+45%) en atteignant 238 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008.

Graphique 9
Évolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro
(données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source: Eurostat

Graphique 10
Évolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro



Source: Eurostat

mois s'achevant en septembre 2008 comparé à un surplus de 49 milliards sur la même période de 2007. Cette importante détérioration est consécutive à la fois à la chute de l'excédent des marchandises, au retournement du solde des revenus et à la croissance continue du déficit des transferts courants. La contraction de l'excédent cumulé de biens (8 milliards d'euros en septembre 2008 contre 64 milliards en septembre 2007), est due à une croissance plus importante des importations de biens que celle des exportations (cfr. section 1.1.9 ci-dessus). S'agissant du solde des revenus, les taux de rendement relativement élevés dans la zone euro (Cfr. section 1.1.3 ci-dessus) ont occasionné un retournement de leur solde qui est passé d'un excédent cumulé de 15 milliards d'euros en septembre 2007 à un déficit cumulé de 8 milliard en septembre 2008. La hausse de 9% dans le déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 87 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2008, s'explique largement par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales. La balance courante de la zone euro a en revanche

En revanche, le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) est resté presque stable à 28 milliards d'euros. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce des machines et véhicules a progressé de 10% à 147 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2008. Le surplus sur les produits chimiques a quant à lui augmenté de 8% à 70 milliards d'euros.

Sur les trois premiers trimestres de 2008, la ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des excédents avec le Royaume-Uni (-14% à 40 milliards d'euros) et avec les États-Unis (-20% à 38 milliards). Dans l'ensemble seuls les excédents à l'égard de la Turquie (8 milliards d'euros), de la Roumanie (8 milliards) et de la Suisse (13 milliards) ont affiché une croissance positive sur les trois premiers trimestres de 2008. Sur cette période, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (déficit stable à 83 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+91% à 46 milliards), la Russie (+42% à 32 milliards) ainsi que la Norvège (+58% à 22 milliards).

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

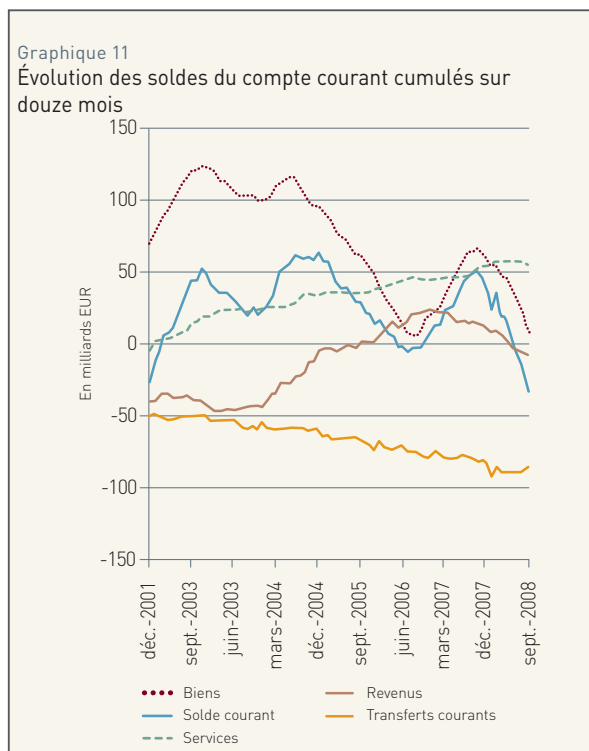
Le compte courant de la zone euro s'est soldé par un déficit cumulé de 33 milliards d'euros sur les douze derniers

bénéficié d'une évolution favorable dans le solde des services dont le surplus cumulé a progressé de 7% pour s'établir à 54 milliards d'euros en septembre 2008.

Dans le compte financier, la zone euro a subi un retournement des flux de capitaux en enregistrant des sorties nettes de 15 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2008 alors qu'elle avait enregistré des entrées nettes de 72 milliards sur la même période de 2007. Cette évolution est consécutive à la forte réduction des entrées sur flux d'investissements de portefeuille, accompagnée d'une hausse des sorties sur produits dérivés. Dans les investissements de portefeuille, à la suite de la crise financière, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance à l'égard de titres étrangers, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. La forte chute des entrées nettes sur investissements de portefeuille s'explique toutefois par le fait que les ventes nettes, par des non-résidents, d'actions et de titres de créance émis par la zone euro ont été plus importantes. En conséquence, les entrées nettes cumulées sur investissements de portefeuille se sont réduites à 65 milliards d'euros en septembre 2008 contre 342 milliards sur la même période de 2007.

Les flux d'autres investissements (crédits et dépôts classiques) se sont caractérisés par des entrées nettes cumulées de 137 milliards d'euros en septembre 2008 (contre de sorties nettes cumulées de 44 milliards en septembre 2007). Cette évolution s'explique par une hausse des engagements nets des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème).

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille et d'autres investissements ont été plus que compensées par les sorties nettes d'investissements directs et de produits financiers dérivés. Malgré les perspectives sombres de croissance économique au niveau mondial, les entreprises résidentes de la zone euro ont continué à accroître leurs nouveaux investissements et leurs acquisitions à l'étranger.



Source: BCE

2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

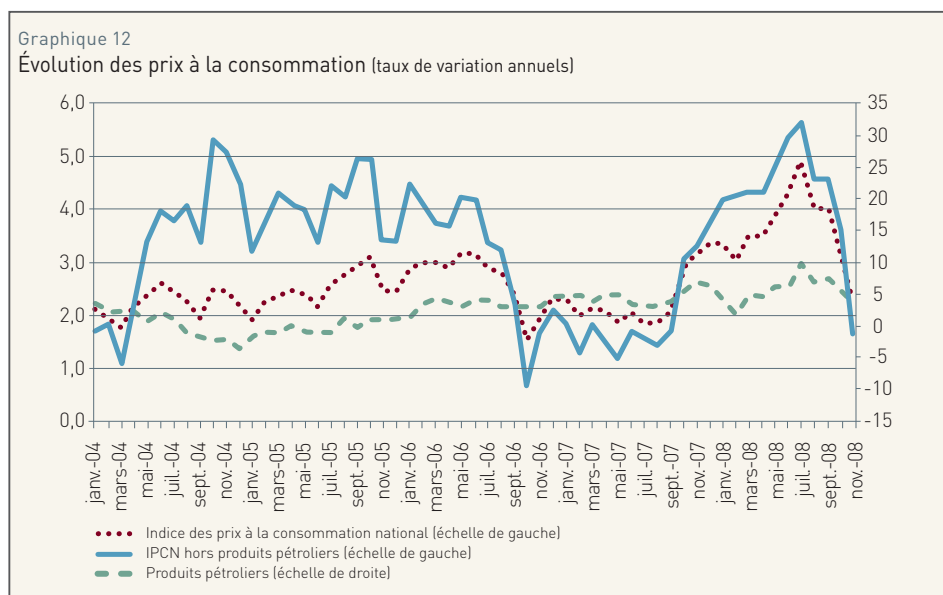
Un recul de l'inflation a été enregistré au Luxembourg depuis août 2008. Le glissement annuel de l'Indice des prix à la consommation national (IPCN) est ainsi revenu à 3,3% en octobre et 2,0% en novembre, après avoir affiché avec 4,9% en juillet un pic historique depuis l'introduction de la série en 1995. Cette modération récente de l'inflation a résulté du fléchissement des taux de progression annuels des prix des produits pétroliers et des produits alimentaires.

En effet, tout en demeurant élevée, la hausse annuelle des prix des produits pétroliers est revenue de 31,8% en juillet à 15,0% en octobre et -0,9% en novembre 2008. Parallèlement, la hausse des prix de l'alimentation en rythme annuel a reculé à 4,7% en octobre et 3,6% en novembre contre 6,2% en juillet et août 2008.

La tendance globalement haussière observée depuis début 2005 du rythme annuel de l'IPCN hors produits pétroliers s'est renversée, comme en témoigne le recul du taux annuel de 2,9% en juillet à respectivement 2,4% en octobre et à 2,2% en novembre.

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

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui n'est cependant guère représentatif des habitudes de consommation des



Source: STATEC

résidents en raison de la pondération démesurée du tabac et des produits pétroliers, dont une proportion importante est consommée par des non-résidents, est ressortie à 3,9% en octobre et 2,0% en novembre, après avoir atteint un pic 5,8% en juillet.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes¹ sont demeurés défavorables au troisième trimestre 2008 avec chaque fois 0,4 point de pourcentage, après 0,3 point de pourcentage pour ces deux zones géographiques au deuxième trimestre 2008. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au troisième trimestre 2008, ont atteint respectivement 2,7 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 6,3 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

1 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg puisqu'il reflète bien la consommation des résidents, contrairement à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). L'inflation dans la zone euro et des pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH. Le calcul est effectué de la façon suivante: taux de variation annuel de l'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.

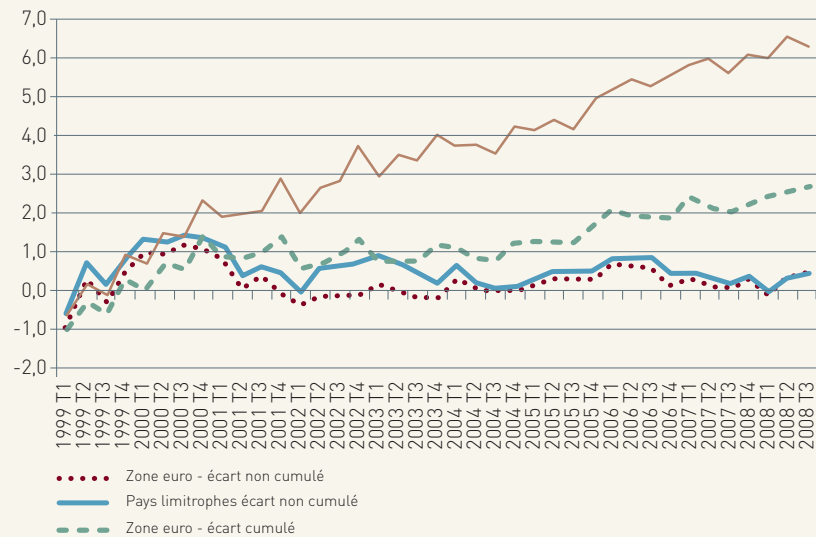
Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs, ont fortement diminué depuis août 2008, tout en restant élevées dans une perspective historique². Cette tendance des perceptions reflète l'évolution de l'inflation recensée. Les anticipations d'inflation des consommateurs, relatives aux douze prochains mois ont également reculé récemment.

Projections d'inflation

Hypothèses

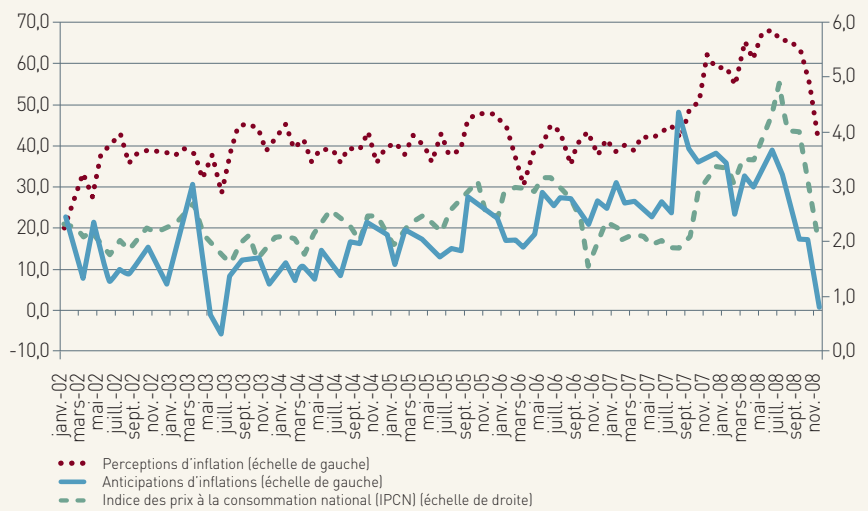
Mi-novembre, l'euro cotait aux environs de 1,27 USD/EUR, soit un niveau nettement inférieur que lors des projections datant de septembre 2008³. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 60\$/bl et les marchés à terme anticipent une reprise graduelle du prix à un niveau proche de 71\$/bl jusqu'en fin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar baisserait de 33% en 2009 par rapport à 2008. En revanche, en raison de la forte dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la baisse du prix exprimé en euros est ramenée à 22%. Par rapport à l'exercice de septembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la baisse, en moyenne de 30%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Graphique 13
Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Graphique 14
Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs du Luxembourg et inflation observée



Source: BCL et STATEC

2 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.
3 Voir BCL, Bulletin 2008/1, pp.35-38.

Tableau 3
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2007	2008	2009	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	72,7	99,9	67,3	116,4	64,2	62,1	65,9	69,3	71,7
Taux de change \$/€	1,37	1,46	1,27	1,50	1,29	1,27	1,27	1,27	1,27
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	1,4	27,6	-21,7	41,4	-19,3	-24,3	-34,0	-29,5	13,7

Source: BCL

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

Après avoir culminée en mi-2008 à des niveaux qui n'ont plus été observés depuis 2001, l'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est inscrite à la baisse. En ce qui concerne la version IPCN, elle est passée de 3,0% en juillet à 2,5% en octobre, essentiellement grâce à des effets de base favorables liés à la disparition du choc sur les prix des biens alimentaires du calcul des taux de variation annuels. Les taux d'inflation des prix des services et des biens industriels non-énergétiques sont pour leur part restés pratiquement stables au cours de cette période.

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

A un horizon plus lointain, le recul de l'inflation se généraliserait davantage et engloberait aussi un ralentissement d'autres composantes de l'IPC. Plusieurs facteurs inflationnistes se sont en effet effacés avec le renversement de la situation conjoncturelle. La baisse de plus de 50% du prix du pétrole depuis ses sommets en juillet, engendrera des effets indirects favorables, d'abord via un recul des prix à la production industrielle et, ultérieurement, via un ralentissement des prix des biens à la consommation. La baisse des coûts de production sera aussi accompagnée d'un ralentissement, voire d'une contraction de la demande. La zone euro qui avait déjà montré des signes de faiblesse au deuxième trimestre 2008, a connu un scénario pire qu'anticipé et traverse actuellement une période croissance négative. L'effondrement des commandes et le recul de la production ont pris une ampleur telle que les effets sur le marché de l'emploi ne vont pas tarder, freinant la progression des salaires, et entraînant par ce biais une modération supplémentaire des coûts de production. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de baisser fortement en 2009. Selon les dernières projections de l'Eurosystème, l'inflation dans la zone euro a été revue à la baisse et devrait s'établir entre 3,2% et 3,4% en 2008 et entre 1,1% et 1,7% en 2009 contre 2,1% en 2007.

L'inflation des services au Luxembourg caracole à un taux autour de 3%, et, si une décélération supplémentaire semble possible, elle serait toutefois limitée. En dépit de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, l'échelle mobile des salaires évolue chaque mois à un taux annuel de 2,5% ce qui empêche un repli plus conséquent de l'inflation des prix des services⁴.

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

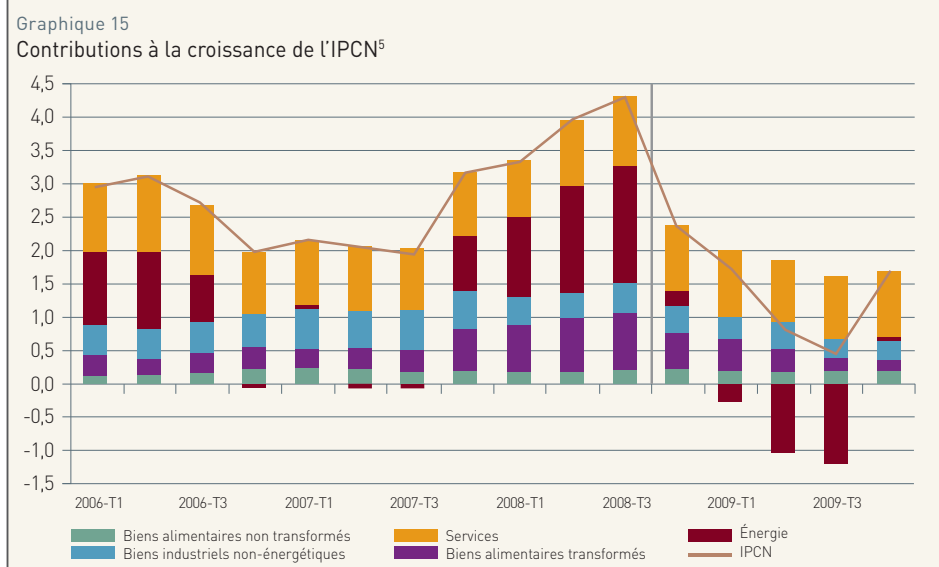
Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, le scénario de l'inflation des produits énergétiques changerait radicalement au cours des prochains mois. L'inflation des prix de l'énergie deviendrait négative en novembre et sa baisse se poursuivrait jusqu'à la mi-2009, à des taux avoisinant -17%. Ensuite, elle pourrait se renverser et converger autour de 5% dans le sillage de la remontée des prix du pétrole telle qu'anticipée. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, jadis positive, se transformerait en une contribution négative de l'ordre de -1,0pp aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2009 (voir graphique). Par rapport à l'exercice de septembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement revues à la baisse, en ligne avec les ajustements des hypothèses techniques.

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

Après un taux de 4,9% en juillet, l'inflation mesurée par l'IPC global était tombée à 3,3% en octobre. Cette chute se poursuivrait aussi de manière ininterrompue avec une inflation qui passerait d'abord sous les 2% en fin d'année 2008, puis autour de zéro en juin 2009. A la fin de l'horizon de projection, elle pourrait remonter abruptement à un taux légèrement inférieur à 2%. Ce rebond de l'inflation, tout comme la baisse qui le précède, sont toutefois à relativiser puisqu'ils résultent largement d'un facteur technique commun, en l'occurrence les effets de base liés au profil de l'IPC énergie. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines dans un ralentissement général des prix liés à deux facteurs. D'une part, on assiste à la dissipation simultanée des deux chocs qui ont nourri l'inflation au cours de l'année précédente, en l'occurrence les prix des biens alimentaires et le prix du pétrole. D'autre part, le scénario conjoncturel s'est dégradé, favorisant une évolution plus clémente des prix à la consommation.

Malgré la forte baisse de l'inflation globale, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait se stabiliser en 2009 par rapport à 2008. Certes, le gouvernement central vise à contenir les hausses des prix administrés et les ajustements de la taxation indirecte. Mais, la stabilisation de cette contribution résulte d'une part de la forte hausse des prix de l'électricité telle qu'annoncée pour le début de l'année 2009, et, d'autre part, des ajustements projetés du prix du tabac. Ceux-ci ne sont en effet guère sensibles à la dégradation conjoncturelle.



Sources: STATEC, Eurostat, calculs BCL

5 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'IPC.

Tableau 4

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

	2008	2009	2008 2 ^e sem	2008 1 ^{er} sem	2009 2 ^e sem
IPCN	3,5 [-0,4]	1,2	3,3 [-0,7]	1,3 [-1,6]	1,1
IPCN hors énergie	2,5 [-0,1]	1,9	2,6 [-0,1]	2,1 [-0,3]	1,8
IPCH	4,2 [-0,5]	1,0	3,8 [-0,9]	1,0 [-2,2]	1,0
IPCH énergie	13 [-3,6]	-7,9	9,5 [-7,1]	-9,3 [-15,5]	-6,4
IPCH hors énergie	3,0 [-]	2,3	3,0 [-0,1]	2,5 [-0,2]	2,1
Impact des mesures gouvernementales ⁶ sur l'IPCN, en pp	0,4 [-]	0,5			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9 [-]	0,9			

Source: BCL

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement de la tranche indiciaire échue en juillet 2008 a été reporté à mars 2009. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur n'est pas prévu pour 2009.

2.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression des prix à la production industrielle s'est poursuivie au troisième trimestre de l'année 2008. Rapportée à la fin de l'année 2007, la hausse des prix s'élevait à 9,8% ; par rapport à la même période de l'année précédente, leur progression était même de 14%. A l'instar de 2007, la hausse des prix repose sur une assise assez large, car toutes les composantes affichent une inflation positive. En revanche, avec un taux de 10,1% par rapport à décembre 2007, cette hausse est particulièrement élevée pour les biens intermédiaires, tandis qu'avec 2,8% et 4,9%, elle reste plus modérée pour les biens de consommation et les biens d'équipement. Ces derniers se caractérisent d'ailleurs par une perte récente de dynamisme.

Tableau 5

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

	2006	2007	2008-9 mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Ensemble des produits industriels	7,7	9,1	9,1	1,8	3,8	5,8
Biens intermédiaires	8,8	12,5	9,8	1,2	4,5	6,6
Biens d'équipement	0,9	5,0	5,4	2,1	1,6	0,7
Biens de consommation	1,2	0,5	2,3	0,6	0,9	1,1
Energie	19,9	8,5	8,0	1,9	1,9	1,8

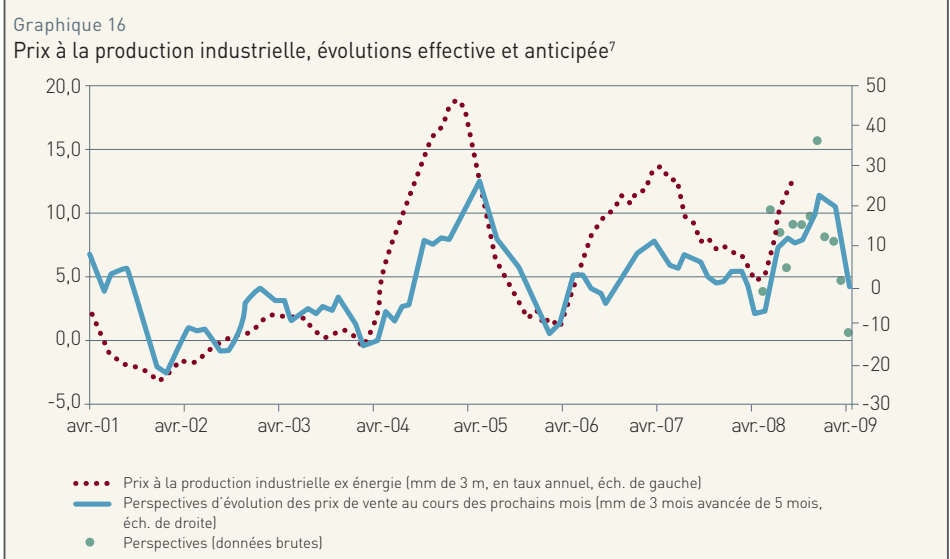
Source: STATEC

Les facteurs à la base de cette inflation émanent de la hausse du prix du pétrole du côté des coûts et de la consommation robuste dans les économies émergentes du côté de la demande. Malgré le ralentissement international qui a été entamé au tournant de l'année 2007/2008 et dans la zone euro au deuxième trimestre 2008, il semble que la demande en provenance de l'Asie du Sud-est, particulièrement accentuée sur les biens intermédiaires, n'a guère encore été affectée.

Par contre, au quatrième trimestre 2008, le scénario international s'est brutalement renversé. Le prix du pétrole a baissé de son sommet de plus de 140\$/bl en juillet à moins de 60\$/bl en novembre et les problèmes de la sphère financière ont muté abruptement en un ralentissement international, affectant

⁶ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adapté afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp.38-39).

également les économies émergentes. Bien que l'euro se soit déprécié par rapport au dollar, ces développements sont de nature à provoquer prochainement une baisse considérable des prix. De plus, les résultats des enquêtes de conjoncture harmonisées annoncent une inflexion prochaine des taux de variation annuels de l'indice global (voir graphique). L'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix avait atteint son sommet en juillet 2008 pour s'orienter rapidement à la baisse. Ainsi, pourvu que les corrélations historiques tiennent, l'inflation annuelle pourrait être inférieure à 5% au deuxième trimestre 2009.



Source: Eurostat, calculs BCL

2.2 L'INDUSTRIE

La stagnation de l'activité économique s'est poursuivie dans l'industrie. Lors des huit premiers mois de l'année 2008, la production par jour ouvrable n'a plus augmenté par rapport à la même période de l'année précédente, prolongeant et accentuant ainsi la phase de très faible croissance observée en 2007. Le chiffre d'affaires et la valeur de la production affichent encore des taux de progression confortables, mais cette dynamique est entièrement imputable à la hausse des prix.

La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique des évolutions très hétérogènes dans les différentes branches. D'une part, les biens d'équipement affichent une hausse de plus de 4% en 2008, vraisemblablement encore dans le sillage de la reprise de l'investissement des entreprises de 2007 et de début 2008. L'énergie progresse aussi, rompant ainsi avec les baisses de production des deux années précédentes. Mais, une baisse du volume d'activité s'est amorcée dans la branche des biens intermédiaires, jadis portée par le dynamisme de la demande mondiale. L'industrie des biens de consommation pour sa part fait probablement face à des défis structurels puisque son volume de production chute fortement et ceci pour la troisième année consécutive.

Tableau 6
Indicateurs relatifs à l'industrie (en variation par rapport à la période précédente)

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

Source: STATEC

⁷ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). À 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).

Vers la mi-2008, l'indicateur de confiance basé sur les enquêtes de conjoncture mensuelles était tombé en-dessous de la moyenne historique signalant une détérioration progressive de la demande. La baisse s'était d'abord opérée dans le contexte de l'envolée du prix du pétrole à plus de 140\$/bl. Mais l'aggravation de la crise financière au mois de septembre a fait plonger l'indicateur à des niveaux jamais atteints auparavant. Même la chute vertigineuse du prix du pétrole à moins de 60\$/bl n'a pu arrêter ce déclin abrupt de la confiance. La déconfiture d'établissements financiers Outre-Atlantique ainsi que la volatilité extrême sur les marchés financiers ont exposé les fragilités de certaines économies ainsi que les interdépendances des différentes zones économiques. Si le secteur non-financier semblait être à l'abri des problèmes de la sphère financière, l'incertitude sensiblement élevée et le manque de visibilité se sont traduits dans des perspectives moroses et un effacement abrupt des carnets de commandes, y compris ceux en provenance des économies émergentes. Ceci explique la décision exceptionnelle de plusieurs entreprises, en l'occurrence celles de la sidérurgie et celles dépendantes du secteur automobile, d'arrêter temporairement leur processus de production. Étant donnée

l'importance relative de ces entreprises au Luxembourg, la production industrielle ne manquera pas de marquer le coup au quatrième trimestre 2008.

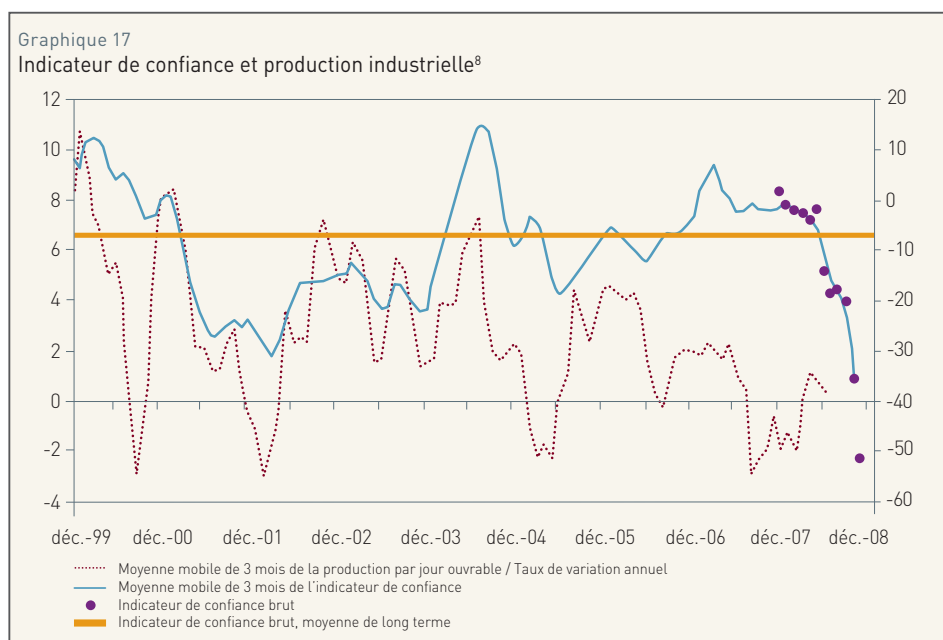
2.3 LA CONSTRUCTION

Les indicateurs conjoncturels dressent un bilan mitigé pour le secteur de la construction. Au cours des huit premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires progresse de presque 7% sur base annuelle, mais la production en volume affiche un léger déclin. Cette baisse apparente se manifeste aussi bien dans le génie civil que dans le bâtiment. En revanche, ces données sont sujettes à révision.

En effet, en ce qui concerne le bâtiment, d'autres indicateurs à court terme ne valident guère ce scénario car leur évolution

pointe plutôt vers une conjoncture qui demeure robuste. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008 et en dépit de la hausse des taux hypothécaires à plus de 5%, les nouveaux contrats de crédits immobiliers accordés à des ménages résidents sont en hausse de plus de 20% sur base annuelle, donc à un rythme plus élevé que l'année précédente. La forte progression des permis de bâtir au courant des années 2005-2007 témoignerait aussi d'une demande qui, à l'heure actuelle, n'a vraisemblablement pas encore été satisfaite.

A moyen terme par contre, la situation pourrait se présenter de manière moins favorable. Les perspectives du marché de l'emploi ne sont guère réjouissantes à l'heure actuelle, ce qui devrait peser sur la demande de logements. Ainsi, bien que les autorisations de bâtir évoluent encore à un niveau élevé, leur dynamique de croissance a sensiblement fléchi depuis plusieurs trimestres. L'enquête de la BCL sur le crédit bancaire indique aussi un recul de la demande pour les crédits immobiliers. Certes, une baisse supplémentaire des taux hypothécaires devrait suivre prochainement dans le sillage de l'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème. Et les banques n'auraient pas resserré les conditions d'attribution de crédit selon l'enquête de la BCL. Mais une amélioration des conditions financières ne semble guère suffisante pour compenser un affaiblissement de la demande.



Source: STATEC, calculs BCL

⁸ Échelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

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

	2006	2007	2008-8 mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,8	6,9	7,7	3,1	-
Production par jour ouvrable - Total	2,4	1,4	-1,4	-2,6	0,3	-
Production par jour ouvrable - Bâtiment	2,3	0,4	-1,4	-3,0	0,4	-
Production par jour ouvrable - Génie civil	3,2	5,8	-1,4	-4,9	3,2	-
Permis de bâtir ⁹	-5,9	12,1	-	-7,9	-28,0	2,6
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	12,1	11,7	12,2	12,3
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	27,1	16,7	21,5	43,1
Taux hypothécaires	4,1	4,7	5,0	4,9	4,9	5,1

Source: STATEC

2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

À l'opposé de l'industrie et de la construction, le commerce et les autres activités de services se caractérisent par un dynamisme plutôt réconfortant. Au cours du premier semestre 2008, toutes les branches du commerce affichent un taux de progression annuel du chiffre d'affaires supérieur à la moyenne de 2007. Cette évolution n'est guère surprenante puisque la croissance de l'emploi a continué à un rythme élevé et que la dynamique des salaires est également restée élevée, malgré la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Par contre, pour la fin 2008 et le début 2009, les perspectives sont moins réjouissantes, même si l'ajustement des barèmes fiscaux à l'inflation passée fera augmenter le pouvoir d'achat. La dégradation de la conjoncture, dans la zone euro comme au Luxembourg, va peser sur les dépenses de consommation, principalement via l'évolution du revenu salarial. Ainsi l'emploi devrait au mieux stagner au cours des prochains mois, avec un chômage concomitant en hausse. De plus, le salaire réel n'évoluera guère à la hausse. Finalement, dans le contexte de la crise financière, l'incertitude très élevée induira une série de ménages à adopter un comportement plus prudent et à reporter des achats majeurs à une date ultérieure. Pour le mois d'octobre, les enquêtes de la BCL font notamment état d'un pessimisme accru et atteignant un niveau record de la part des ménages résidents, ce qui n'est pas de bon augure pour les ventes du commerce (voir aussi la section suivante).

L'évolution du chiffre d'affaires dans les autres secteurs de services constitue aussi plutôt une surprise positive. On aurait pu craindre que la stagnation dans l'industrie et le ralentissement dans le secteur financier, conjugué à une période de maîtrise des coûts d'exploitation, plomberait les activités dans les secteurs dépendants. En revanche, au premier semestre de l'année 2008, ces chiffres d'affaires sont en accélération dans l'hôtellerie et le transport. Les postes et les télécommunications, tout comme les activités informatiques connaissent encore une progression positive de leurs activités, quoi qu'à une moindre allure qu'en 2007. Par contre, le secteur des services fournis principalement aux entreprises affiche pour la deuxième année consécutive une forte chute de son chiffre d'affaires.

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

Tableau 8
Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs (en taux de variation annuel)

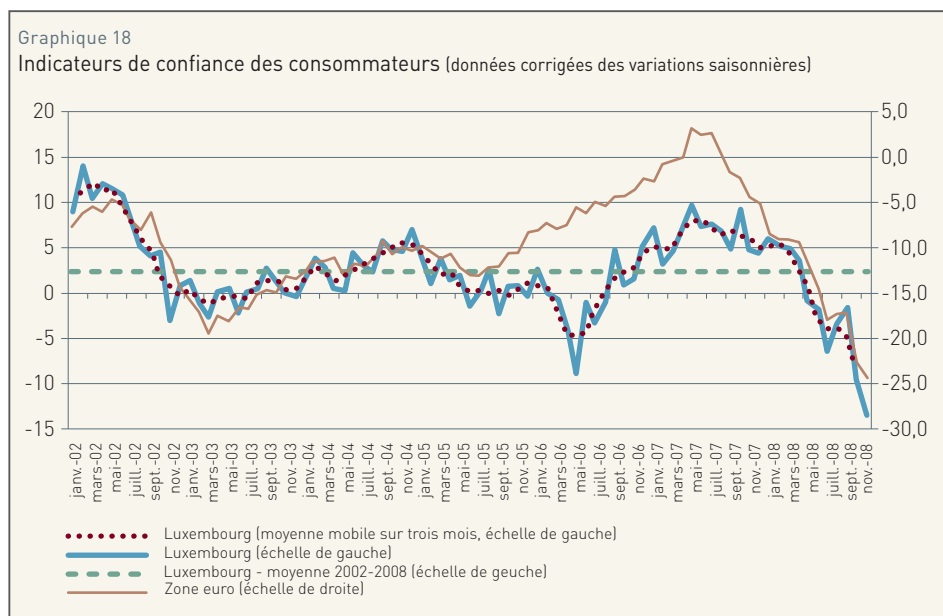
	2006	2007	2008-6mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	2,2	-6,5	10,7	10,7
Commerce - total	10,3	7,4	31,3	24,1	38,2	--
Commerce et réparation automobile	4,6	-1,7	5,4	2,0	8,6	--
Commerce de gros	9,7	6,1	47,7	35,2	59,6	--
Commerce de détail	17,5	19,0	14,4	16,1	12,7	--
Commerce de détail (corrige de l'effet des ventes par correspondance)	5,9	3,6	5,0	5,5	4,5	--
Hôtels et restaurants	2,2	4,1	6,0	6,5	5,5	--
Transport	4,9	6,9	8,9	14,0	4,4	--
Postes et télécommunications	21,7	17,6	14,2	16,7	11,9	--
Activités informatiques	13,7	7,1	5,6	-0,6	15,4	--
Services fournis principalement aux entreprises	79,6	-59,4	-41,7	-52,7	-22,3	--

Source: Statec

2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Une dégradation graduelle de la confiance des consommateurs¹⁰ du Luxembourg a été observée depuis le second semestre 2007. Les turbulences sur les marchés financiers et les tensions inflationnistes élevées expliquent ce regain de pessimisme auprès des consommateurs. L'indicateur de confiance a affiché depuis juillet 2008 des niveaux nettement inférieurs à sa moyenne de long terme (cf. graphique). Néanmoins, la confiance des consommateurs a reculé un peu moins au Luxembourg depuis la mi-2007, que dans l'ensemble de la zone euro.

En novembre 2008, la confiance a atteint le niveau le plus bas jamais observé depuis le lancement de l'enquête début 2002. Cette évolution défavorable est sans doute liée à l'intensification des turbulences sur les marchés de capitaux et à leur incidence possible sur l'activité économique.



Source: BCL et STATEC

Le recul observé depuis l'été 2007 est en grande partie imputable à la forte dégradation des anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale au Luxembourg et au chômage (cf. tableau).

Si la confiance des consommateurs perdue à des niveaux exceptionnellement faibles, cela pourrait avoir une influence négative sur la consommation privée.

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

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

	Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois			
		Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargne des ménages
2006					
novembre	2	-6	31	3	40
décembre	5	-6	26	2	50
2007					
janvier	7	1	25	0	52
février	3	-6	28	2	46
mars	5	1	25	1	41
avril	7	0	22	3	47
mai	9	5	18	3	48
juin	7	2	22	2	47
juillet	7	3	19	4	42
août	7	0	21	1	47
septembre	5	-7	22	-2	50
octobre	9	1	20	4	52
novembre	5	-8	15	-1	44
décembre	4	-8	16	-1	41
2008					
janvier	6	-7	19	0	50
février	5	-11	19	1	51
mars	5	-11	15	-1	47
avril	4	-17	13	-2	47
mai	-1	-20	19	-9	45
juin	-2	-23	17	-10	44
juillet	-6	-24	29	-10	37
août	-3	-22	28	-9	45
septembre	-2	-17	29	-3	42
octobre	-10	-37	43	-7	49
novembre	-13	-35	52	-6	40

Source: BCL

2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

2.6.1 L'emploi

Après plusieurs années de nette amélioration, le marché du travail au Luxembourg a connu un retournement de situation depuis le début de l'année 2008. En effet, après s'être encore accélérée tout au long de l'année 2007, la croissance de l'emploi a graduellement décéléré de janvier à octobre 2008 de 5,2% à 4,8%, suivant ainsi avec un retard le ralentissement de l'activité économique. L'emploi total a franchi le seuil des 360 000 personnes occupant un emploi en octobre 2008 (360 496 plus précisément). Le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières s'est lui aussi inscrit dans ce changement de tendance, passant d'une baisse au cours de 2007 à une hausse de 4,2% à 4,4% entre janvier et juin 2008 puis à une stabilisation de juillet à octobre 2008.

Selon les chiffres de la comptabilité nationale disponibles pour le premier semestre de 2008, la décélération de la croissance de l'emploi observée depuis le début de 2008 trouve son origine dans le secteur des « Activités financières, immobilier, location et services aux entreprises » et dans celui de la « Construction » (leur part contributive à la croissance respective est passée de 2,7pp à 2,4pp et de 0,6pp à 0,5pp du premier au deuxième trimestre 2008). Parallèlement, les secteurs de l'« Industrie » et du « Commerce » ont affiché une contribution à la croissance de l'emploi stable au cours du premier semestre de 2008 (de respectivement 0,1pp et de 1,0pp dans chacun de ces secteurs au premier et deuxième trimestre de 2008). À noter que les « Autres activités de services »

ont, quant à elles, renforcé la croissance de l'emploi au cours du semestre sous revue car leur contribution s'est accrue (elles ont contribué à hauteur de 0,9pp au deuxième trimestre après 0,8pp au premier trimestre).

Du côté des composantes de l'emploi total, la progression de l'emploi salarié s'est ralentie de 5,4% à 4,9% de janvier à octobre 2008. Le nombre total de personnes occupant un emploi salarié au Luxembourg atteint 339 768 personnes en octobre 2008. Par ailleurs, la croissance de l'emploi indépendant s'est quasiment stabilisée autour de 2,6% au cours des dix premiers mois de 2008. Le nombre de travailleurs indépendants affiche près de 21 000 indépendants en octobre 2008 (20 728 plus précisément).

La croissance de l'emploi national s'est quant à elle stabilisée (autour d'un rythme de croissance de 3,1%), alors qu'en contrepartie celle de l'emploi frontalier s'est inscrite en décélération, passant de 8,2% à 7,2% de janvier à octobre 2008. La décélération de la croissance de l'emploi qui se dessine depuis le début de l'année affecte donc principalement les frontaliers. Dans ce contexte, le nombre de travailleurs frontaliers a franchi le seuil de 150 000 personnes en octobre 2008 (150 785 plus précisément). Dans le sillage du ralentissement de la croissance de l'emploi frontalier, la part de ces travailleurs dans les créations d'emplois n'a cessé de diminuer graduellement tout au long des dix premiers mois de l'année 2008. Ils représentent désormais moins des deux tiers des nouveaux emplois, ce qui constitue la part la plus faible enregistrée depuis six ans (62% en octobre 2008 après encore 72% l'année précédente à la même période). En contrepartie, l'emploi national a dépassé la barre des 220 000 personnes au cours du mois d'octobre 2008 (220 011 personnes plus précisément).

Les données partielles d'enquêtes réalisées auprès des principales entreprises de travail intérimaire au Luxembourg ont révélé une réduction de la durée moyenne des missions depuis le début du troisième trimestre de 2008. Ceci témoigne de la volonté des entreprises de bénéficier de plus de flexibilité de leur main-d'œuvre c'est-à-dire une facilité à se séparer plus rapidement de leur main-d'œuvre car elles anticipent le ralentissement de leur activité au cours des mois à venir. Ce comportement met en lumière le fait que les entreprises luxembourgeoises font déjà face à certaines difficultés et qu'elles anticipent une détérioration de la situation au cours des mois à venir.

En ce qui concerne les perspectives pour 2009 et 2010, une attitude pessimiste semble plus que jamais justifiée, car le ralentissement de la conjoncture qui se dessine depuis 2007 et qui a déjà provoqué une décélération de la croissance de l'emploi au cours des dix premiers mois de 2008 est appelé à induire à un infléchissement substantiel de la progression de l'emploi voire des destructions nettes d'emplois dans certains secteurs de l'économie. Ainsi, les effets négatifs de la crise financière vont affecter la croissance de l'emploi au sein du secteur financier au regard des premiers plans sociaux qui ont d'ores et déjà été annoncés par certaines banques de la place.

Tableau 10

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

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "strict" ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage "large"	Taux de chômage harmonisé
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,4%	5,2%	3,7%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,1%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	4,5%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	4,7%
2007	4,6	0,6	4,4	7,9	2,3	2,2	4,4%	4,4%	6,1%	4,1%
2008T1	5,4	2,5	5,3	8,3	3,1	2,8	4,4%	4,2%	5,9%	3,9%
2008T2	5,2	2,7	5,0	7,6	3,2	3,1	4,1%	4,3%	5,6%	4,1%
2008T3	5,0	2,7	4,8	7,3	3,0	3,1	4,2%	4,4%	5,6%	4,2%
juil-08	5,1	2,7	5,0	7,4	3,2	3,2	4,1%	4,4%	5,5%	4,1%
août-08	4,7	2,7	4,6	7,1	2,8	2,8	4,2%	4,4%	5,5%	4,2%
sept-08	5,0	2,6	4,9	7,3	3,1	3,2	4,3%	4,4%	5,6%	4,2%
oct-08	4,9	2,8	4,8	7,2	3,0	3,2	4,5%	4,4%	5,8%	n.d.

Sources: IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

* Les données concernant l'emploi d'août à octobre 2008 sont des estimations.

2.6.2 Le chômage

Alors que l'année 2007 s'était caractérisée sur le front du chômage par une note plus positive que les années précédentes, les dix premiers mois de 2008 présentent un changement de tendance. En effet, le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières a augmenté graduellement tout au long du premier semestre de 2008 (de 4,2% à 4,4% de janvier à juin) et s'est ensuite stabilisé au troisième trimestre. En octobre, la barre des 10 000 demandeurs d'emploi a été franchie avec 10 441 personnes, soit près de 800 chômeurs de plus qu'en octobre 2007.

Si l'on exclut les demandeurs d'emploi handicapés et les demandeurs d'emploi à capacité de travail réduite qui sont inscrits dans les statistiques du chômage pour des raisons administratives, le taux de chômage désaisonnalisé qui en résulte a affiché une stabilisation au cours des dix premiers mois de 2008. Cette stabilisation témoigne d'une détérioration de la situation de fond, car ce taux de chômage avait significativement baissé l'année précédente au cours de la même période. Le plafonnement de la progression de l'emploi national et la perte d'efficacité de l'appariement entre l'offre et la demande de travail sont en partie à l'origine de cette stabilisation observée de ce taux de chômage désaisonnalisé.

Le «noyau dur» du chômage a pâti de l'orientation moins favorable empruntée par le marché de l'emploi au cours des dix premiers mois de 2008. En effet, les groupes affectés par un chômage élevé, à savoir les chômeurs de plus de 50 ans ainsi que les chômeurs de longue durée (plus de 12 mois) ont enregistré une hausse de leur part relative dans l'ensemble de la population au chômage. Au cours des dix premiers mois de 2008, plus d'un chômeur sur cinq est âgé de plus de 50 ans (22%) et plus de la moitié (52%) ne disposent que d'une formation initiale de niveau inférieur. En outre, la hausse du nombre de demandeurs d'emploi de longue durée est allée de pair avec la baisse continue et significative du nombre de chômeurs indemnisés. Ces derniers représentent désormais moins de la moitié des chômeurs (48% au cours de la période sous revue).

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation a globalement reculé tout au long des dix premiers mois de 2008 (5,8% en octobre 2008 ou 13 430 personnes). Cette évolution s'explique par la diminution du nombre de mesures spéciales pour l'emploi entre janvier et octobre 2008 (de 3 318 à 2 989 personnes en mesures).

Soulignons que la situation concernant le chômage partiel révèle déjà les premiers effets négatifs du ralentissement de la conjoncture : ces demandes ont fortement augmenté en octobre et ont atteint un niveau historiquement élevé en novembre. Ces mesures de chômage partiel permettent aux entreprises de réduire leur production sans avoir à licencier du personnel. À noter que les salariés touchés par le chômage partiel demeurent employés au sein de leur entreprise et ne sont donc pas intégrés dans les statistiques du chômage. Les chiffres records de demandes effectuées en novembre, illustrent la situation déjà difficile à laquelle font face certaines entreprises. Ainsi, 56 entreprises ont réclamé des mesures en novembre, contre 16 en octobre et seulement 3 en septembre. Sur les 56 demandes introduites en novembre, 44 ont reçu un avis favorable : 4 785 salariés qui travaillent à horaires réduits en décembre. Les secteurs les plus affectés sont le secteur de l'automobile, de l'acier avec les baisses de production d'Arcelor Mittal, mais aussi celui de la construction, de l'immobilier et des services aux entreprises.

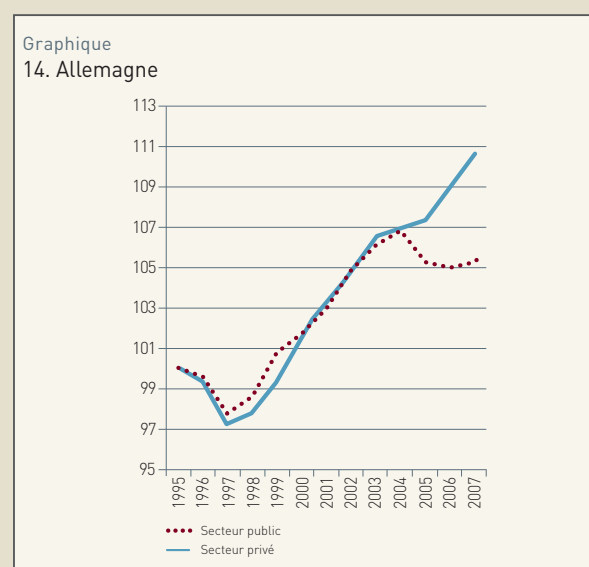
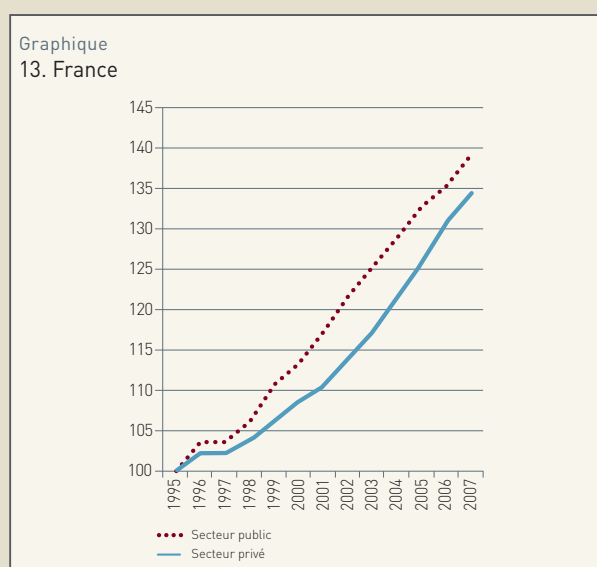
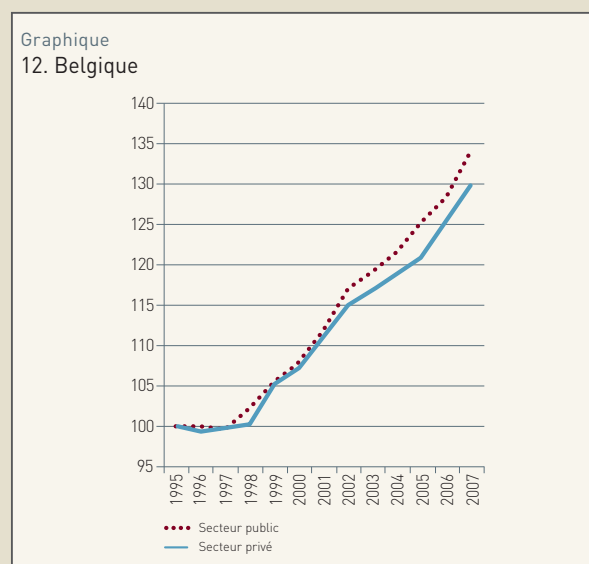
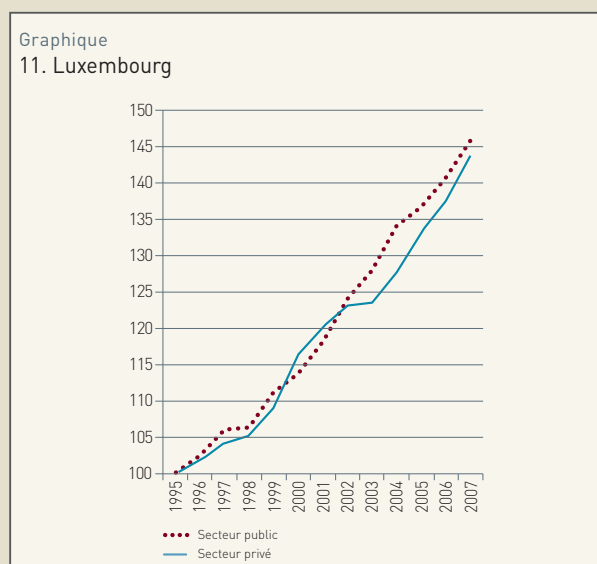
Dans ce contexte, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a fortement baissé depuis le deuxième trimestre de 2008 (-18% en glissement annuel d'avril à octobre 2008 alors que l'on observait encore une accélération de près de 50% l'année précédente à la même période). De manière plus détaillée, on observe que plus de la moitié des postes vacants se situent toujours dans les secteurs/métiers des «Employés de bureau» et des «Professions libérales, techniciens et assimilés».

ÉVOLUTIONS DES SALAIRES DANS LE SECTEUR PUBLIC ET DANS LE SECTEUR PRIVÉ

AU LUXEMBOURG

La politique de rémunération dans le secteur public a un impact direct et indirect sur le niveau de la rémunération des salariés. Au Luxembourg, le secteur public¹¹ représente un quart de la masse salariale (moyenne de 1996 à 2007) et donc l'impact direct est considérable. En outre, l'évolution des salaires dans le secteur public peut avoir un impact indirect par son influence sur la rémunération des salariés du secteur privé. L'analyse présentée dans cet encadré vise à quantifier cet impact indirect pour le Luxembourg et pour les économies limitrophes.

Graphique 1: Évolutions de la rémunération nominale par salarié dans le secteur public et le secteur privé
(base 100=1995, moyennes annuelles)



11 Le secteur public est ici défini au sens large c'est-à-dire qu'il comprend les services d'administrations publiques, l'éducation, et les services de santé et d'actions sociales, qui correspondent aux codes NACE de L à P.

Tableau 1

ÉVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION MOYENNE PAR SALARIÉ AU LUXEMBOURG, EN ALLEMAGNE, EN BELGIQUE ET EN FRANCE

	Salaires dans le secteur public						Salaires dans le secteur privé					Salaires dans l'ensemble des secteurs				
	2005	2006	2007	Moy. 96-07	Volatilité 96-07	Part dans la masse salariale 96-07	2005	2006	2007	Moy. 96-07	Volatilité 96-07	2005	2006	2007	Moy. 96-07	Volatilité 96-07
Allemagne	-1,5	-0,2	0,2	0,4	1,2	28,5	0,5	1,5	1,5	0,9	1,2	-0,1	1,0	1,1	0,7	1,2
Belgique	2,8	2,7	4,1	2,5	1,5	33,4	1,5	3,2	3,9	2,2	1,6	2,0	3,0	4,0	2,3	1,5
France	3,0	1,8	2,9	2,8	1,1	32,6	3,3	3,9	2,8	2,5	1,1	3,2	3,2	2,9	2,6	0,9
Luxembourg	1,9	3,0	3,6	3,2	1,3	25,1	4,3	3,2	4,6	3,1	1,7	3,7	3,1	4,3	3,1	1,3

Sources : Eurostat, STATEC, calculs BCL

Selon les données disponibles de 1996 à 2007, la croissance des salaires dans le secteur public a été en moyenne supérieure à celle observée dans le secteur privé au Luxembourg, en Belgique et en France. Une plus grande volatilité s'observe dans le secteur privé comparativement au secteur public au Luxembourg et en Belgique ce qui pourrait indiquer une plus grande faculté d'adaptation des salaires dans le secteur privé de ces deux pays vis-à-vis des fluctuations de la conjoncture. Par ailleurs, si l'on se cantonne à observer le secteur public, le Luxembourg et la Belgique présentent une plus grande volatilité dans ce secteur que les deux autres économies. Ce dernier constat confirme l'étude de Lane¹² (2003) qui a démontrée qu'il existe une corrélation positive entre la volatilité des rémunérations dans le secteur public et la volatilité du PIB d'une part et le degré d'ouverture des économies d'autre part.

La relation entre la croissance de la rémunération des salariés au sein du secteur privé et public a été estimée par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) sur des données trimestrielles (corrigées de variations saisonnières) de 1996 à 2007. Nous avons sélectionné quatre retards de la variable dépendante (variation annuelle de la rémunération par salarié dans le secteur privé) ainsi que de la variable explicative (idem pour le secteur public). L'équation à estimer s'écrit donc ainsi pour les quatre pays:

$$\Delta \text{Rem}_{\text{privé}_t} = a_0 + \sum_{i=1}^4 a_i \Delta \text{Rem}_{\text{privé}_{t-i}} + \sum_{i=0}^4 b_i \Delta \text{Rem}_{\text{public}_{t-i}} + \varepsilon_t$$

Où $\Delta \text{Rem}_{\text{privé}_t}$ représente la variation annuelle de la rémunération moyenne par salarié dans le secteur privé dans le trimestre t et $\Delta \text{Rem}_{\text{public}_t}$ est l'analogue pour le secteur public. La constante de la régression a_0 capture une éventuelle croissance « autonome » de la rémunération des salariés dans le secteur privé par rapport à la variation de la rémunération des salariés dans le secteur public. Les coefficients b_i décrivent l'impact de la variation des salaires dans le secteur public sur la variation des salaires dans le secteur privé. Si ces coefficients sont significatifs et positifs, ceci indique que la croissance des salaires dans le secteur public a un impact à la hausse sur les salaires du secteur privé. Finalement, ε_t représente le terme d'erreur du modèle.

Le tableau suivant présente les résultats. Seuls les paramètres significatifs au niveau de 5% figurent au tableau.

12 Lane, P.R., (2003) "Cyclical behaviour of fiscal policy: evidence from OECD", Journal of Public Economics, Vol.87.

Tableau 2

RÉSULTATS D'ESTIMATION

	Luxembourg	Belgique	Allemagne	France
Constante			0,33	
$\Delta\text{Rem}_{\text{privé}}-1$	0,49	0,82	0,64	1,05
$\Delta\text{Rem}_{\text{privé}}-2$	0,37			
$\Delta\text{Rem}_{\text{privé}}-4$			-0,34	
$\Delta\text{Rem}_{\text{public}}$	0,72	0,30		0,55
$\Delta\text{Rem}_{\text{public}}-1$				-0,78
$\Delta\text{Rem}_{\text{public}}-4$		0,25		
R2	0,48	0,85	0,78	0,85
R2 ajusté	0,35	0,81	0,73	0,82
Statistique de Durbin-Watson	1,84	1,70	1,87	1,88

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

Dans la première ligne, on constate que la constante de la régression est statistiquement significative seulement pour l'Allemagne. En réalité, cette croissance « autonome » des salaires privés est due au fait que le secteur public n'a pas de rôle statistiquement significatif dans la régression pour l'Allemagne (à la différence des autres pays). L'impact retardé des salaires privés est statistiquement significatif et positif dans toutes les régressions, indiquant une persistance probablement attribuable à la diffusion des changements salariaux à travers les différentes branches du secteur privé. Dans le cas du Luxembourg, le deuxième retard de la variable dépendante est également significatif, indiquant une persistance des variations salariales du secteur privé même après deux trimestres. Pour l'Allemagne, un effet significatif est détecté même après quatre trimestres.

Les changements des salaires dans le secteur public ont un effet immédiat sur les salaires du secteur privé qui est statistiquement significatif et positif pour tous les pays sauf l'Allemagne. Notons que cet effet est plus élevé au Luxembourg. En France, après un trimestre les variations des salaires publics ont un effet négatif qui est contra-intuitif (ceci disparaît si on élimine les observations avant 1998). Finalement, en Belgique les variations des salaires publics ont un effet significativement positif sur les salaires privés même après quatre trimestres.

Les statistiques R2 sont plus faibles pour le Luxembourg, signe de la plus grande volatilité d'une petite économie ouverte. Le test de Durbin-Watson ne relève aucune indication d'auto-corrélation des résidus.

En résumé, au Luxembourg il existe une corrélation positive et statistiquement significative entre la croissance de la rémunération moyenne des salariés dans le secteur privé et celle dans le secteur public. Cette corrélation est plus grande au Luxembourg qu'en Belgique ou en France. Pour l'Allemagne il a été impossible de détecter un lien statistique entre la rémunération dans le secteur privé et public. Il convient toutefois de relativiser cette conclusion pour le Luxembourg dans la mesure où la causalité entre salaires publics et privés pourrait aller dans les deux directions.

2.7 LE SECTEUR FINANCIER

Au cours du troisième trimestre de l'année en cours, la crise de l'immobilier américain s'est rapidement globalisée pour devenir une crise affectant les marchés financiers au niveau mondial et montrant les premiers effets de contagion sur l'économie réelle. Ainsi, en l'espace de quelques mois seulement, nous sommes passés d'une crise de l'immobilier, circonscrite au marché américain, à une crise financière internationale générant une crise de confiance profonde dans le chef des investisseurs et des consommateurs, qui a culminé dans une crise économique au niveau mondial. Cette dernière a d'ores et déjà amené plusieurs économies mondiales – dont certaines de la zone euro – aux abords de la récession.

Le secteur financier luxembourgeois, qui avait encore bien résisté aux premiers effets de la crise de l'immobilier américain et de ses conséquences sur les marchés financiers internationaux au cours du premier semestre de l'année sous revue, accuse nettement le coup au cours du troisième trimestre de l'année 2008.

Dans un premier temps la crise financière a eu un impact double sur le secteur financier ; en effet, certains acteurs ont dû faire face à des pertes (respectivement des besoins de provisionnement importants) parce qu'ils étaient directement engagés dans le marché immobilier américain par le biais de la détention d'actifs titrisés et parce que l'évaluation de leurs actifs a subi d'importants revers à la suite de la chute des principales bourses mondiales. À ce stade, ces problèmes initiaux sont amplifiés, principalement pour les organismes de placement collectifs, par le fait que l'aversion au risque s'est très nettement imposée dans le chef des investisseurs qui se détournent des actifs à risque pour rechercher des placements plus sûrs.

Les résultats des établissements de crédit luxembourgeois affichent un recul important ; ce recul se matérialise d'une part par rapport aux résultats observés au 30 septembre 2007 et d'autre part par rapport aux deux premiers trimestres de l'année en cours. Ainsi, le résultat généré au cours du troisième trimestre de l'année en cours se distingue par une baisse importante par rapport à ceux observés au cours des deux premiers trimestres. Cette dernière s'explique par des pertes de valeur des portefeuilles de titres et une baisse importante des revenus sur commissions. Dans ce contexte, il importe aussi de mentionner deux développements positifs ; la progression de la somme de bilan et de la création nette d'emplois.

Les organismes de placement collectifs, quant à eux, ont dès le début de l'année 2008 rompu avec la forte croissance observée aux cours des dernières années pour s'orienter à la baisse, baisse qui s'est nettement accélérée au cours du troisième trimestre de l'année sous revue. Cette baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) des actifs sous gestion s'explique d'une part par la chute des principaux indices boursiers mais également de plus en plus par le retrait de capital par les investisseurs dont la confiance dans les développements économiques et financiers est fortement ébranlée.

Finalement, il importe de noter que la perte de vitesse du secteur financier luxembourgeois aura d'importantes conséquences sur le développement de l'emploi ainsi que des finances publiques au Luxembourg. Ces implications sont analysées plus en détail dans les parties y afférentes de ce bulletin.

2.7.1 Les établissements de crédit

L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'année 2008 se caractérise par la diminution nette du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise ; ainsi, au 31 octobre 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés était de 154, soit une diminution de deux unités par rapport à la fin de l'année 2007. Dans le détail, le recensement fait état d'une fermeture, de deux fusions et d'une constitution pour l'année en cours.

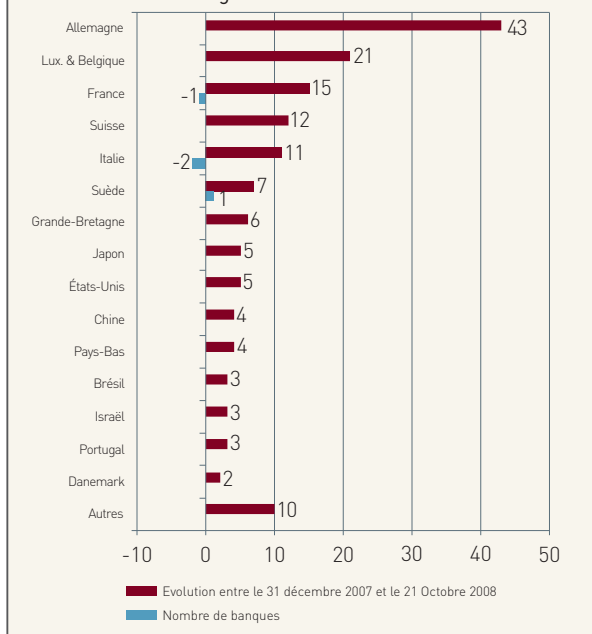
Tableau 11

L'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
Crédit Agricole Luxembourg Bank		26.04.2008	Fusion avec Crédit Agricole Luxembourg
Banca Antonveneta S.p.A., succursale de Luxembourg		30.06.2008	
Capitalia Luxembourg S.A.		01.07.2008	Fusion avec UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A.
Banque Öhman S.A.	23.09.2008		

Source: BCL

Graphique 19
Nombre et origine géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

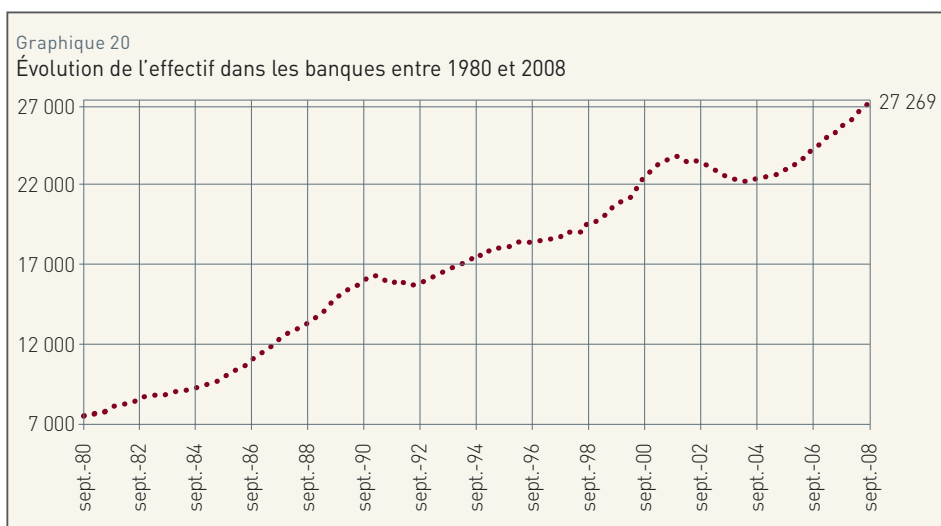
Les deux fusions montrent que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire n'est pas achevé ; les activités du Crédit Agricole Luxembourg Bank ont été intégrées dans celles du Crédit Agricole Luxembourg, tandis que Capitalia Luxembourg S.A. et UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A. se sont rapprochées. Finalement, Banca Antonveneta S.p.A. a cessé ses activités au Luxembourg tandis que la banque Öhman S.A. a été implantée au Luxembourg.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, on notera qu'avec 43 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité sur la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, fin d'octobre 2008, on dénombrait 21 banques luxembourgeoises et belges, 15 banques françaises, 12 suisses et 11 italiennes. Ajoutés aux 43 banques d'origine allemande, les banques de ces 6 pays représentent 66,2% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Finalement, dans ce contexte il y a lieu de noter également la mise en sursis de paiement des trois banques islandaises, à savoir Kaupthing Bank Luxembourg S.A., Glitnir Bank Luxembourg S.A. et Landsbanki Luxembourg S.A.. Cependant, si ces trois banques continuent de figurer sur la liste officielle des établissements de crédit, le régime de sursis de paiement entraîne interdiction, sous peine de nullité, de procéder à des actes autres que conservatoires, sauf autorisation des administrateurs.

2.7.2 L'effectif dans les établissements de crédit

Au 30 septembre 2008, les banques luxembourgeoises employaient 27 269 personnes contre 27 002 au 30 juin de la même année, ce qui correspond à une hausse de l'effectif de 0,99%. Bien que cette progression trimestrielle soit la plus faible observée depuis le second trimestre de l'année 2007, le secteur bancaire luxembourgeois a créé 1 130 emplois au cours des neuf premiers mois de l'année en cours.



Source: Eurostats, calculs BCL

Toutefois, en raison de la persistance de la crise financière et des différentes annonces de plans sociaux qui en découlent plus ou moins directement ; les interrogations qui pèsent sur l'emploi bancaire sont nombreuses. L'encadré proposé ci-contre offre un éclairage sur ces questions. Une analyse plus complète, portant sur l'ensemble de l'année 2008, sera proposée dans le prochain bulletin de la BCL.

QUEL EST LE BILAN ACTUEL DE LA CRISE EN MATIÈRE D'EMPLOI BANCAIRE?

Soulignons pour commencer que si un certain nombre de banques, en particulier américaines, britanniques ou islandaises, ont été très fortement touchées par la crise financière, aucune banque ayant des activités sur le territoire luxembourgeois n'était en situation de faillite à fin novembre 2008.

Entre septembre 2007 et septembre 2008, l'effectif des banques luxembourgeoises a progressé de 5,58%. Sur cette période, le nombre d'établissements est passé de 157 à 154; sur ces 154 banques, 93 ont affiché une progression de leur effectif, tandis que 33 l'ont réduit. Parmi les cinq plus établissements de crédit les plus importants, un seul a vu ses effectifs baisser (de plus de 7%). En comparaison, entre juin et septembre 2008, l'emploi bancaire a progressé de 0,99%, avec des réductions d'effectifs dans trois des cinq établissements les plus importants. Sur ce trimestre, le nombre de banques ayant étoffé leurs effectifs n'était plus que de 63 sur 154 (soit 40% contre 60% sur l'ensemble de la période).

Quels sont les risques à court terme qui pèsent sur la place bancaire?

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

En ce qui concerne le premier point, le produit bancaire des banques luxembourgeoises au troisième trimestre 2008 affichait une contraction de 8% par rapport à son niveau du troisième trimestre 2007. Néanmoins, le nombre d'OPC continuait sa progression en septembre 2008. Ainsi, même si les revenus des banques commencent à être impactés par la crise financière, via le montant des commissions, l'activité d'administration de fonds (en volume) demeure soutenue¹³. Sur le court terme, il s'agit d'un signe plutôt positif, bien qu'un retournement puisse rapidement apparaître.

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

Ainsi, au regard de ces dispositions, il est peu probable d'observer une diminution franche et immédiate de l'effectif de deux établissements fusionnés. Dans ce contexte on note que trois opérations de fusions/acquisitions se sont déroulées en 2007 et 2008:

- Banca Nazionale del Lavoro et BNP Paribas (31.03.2007)
- BPU Banca international et UBI Banca International (01.10.2007)
- Capitalia Luxembourg et UniCredit International Bank Luxembourg (01.07.2008)

L'effectif cumulé de ces six établissements est passé de 716 en décembre 2006 à 742 en septembre 2008, soit une progression de 3,63%.

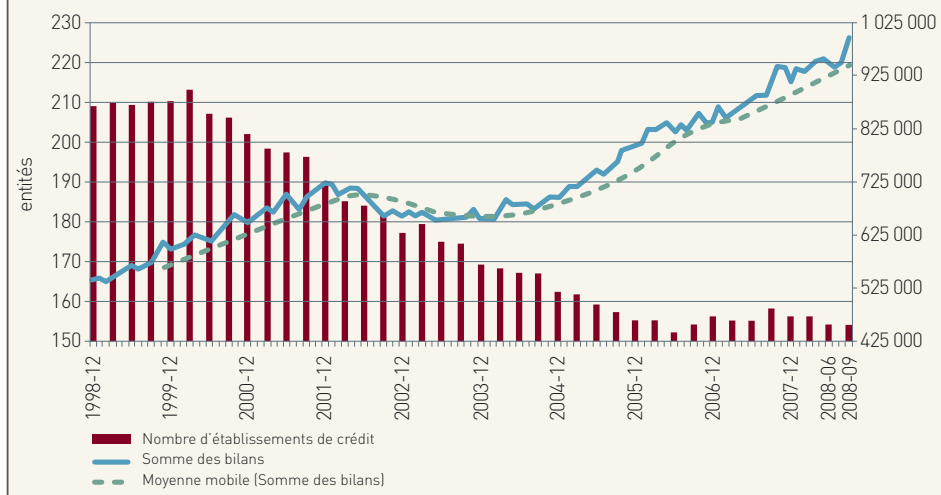
¹³ Ce point a été confirmé par plusieurs banques interrogées par la Banque centrale du Luxembourg.

2.7.3 Le bilan des établissements de crédit luxembourgeois

En dépit d'une volatilité importante sur les marchés boursiers, ainsi que de l'accélération et de la propagation de la crise américaine des crédits «subprime», les banques luxembourgeoises ont su poursuivre le développement de leurs activités au cours des neuf premiers mois de l'année en cours. Ainsi, au cours des douze derniers mois, à savoir de septembre 2007 à septembre 2008, la somme de bilan agrégée s'est accrue de 9,5%. Par rapport au 30 juin 2008, c'est à dire sur base trimestrielle, la somme de bilan a augmenté de 5,4% pour atteindre un encours total de 993 289 millions d'euros au 30 septembre 2008. La hausse observée entre juin et septembre s'est concentrée exclusivement en fin de période, c'est-à-dire sur les mois d'août et septembre 2008, à un moment correspondant à une accélération de la crise financière. A première vue, dans ce contexte, la forte augmentation trimestrielle de la somme de bilan semble paradoxale. Toutefois, plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer ce phénomène. Ainsi, on note que les opérations interbancaires ont fortement augmenté, en raison notamment, mais non exclusivement, des injections de liquidités en provenance de l'Eurosystème, l'augmentation importante du volume des opérations de ventes et rachat fermes entre établissements de crédit ainsi que la hausse des les créances sur la clientèle. Ce dernier point confirme les déclarations des banques luxembourgeoises selon lesquelles il n'y a pas de durcissement dans la politique d'octroi de crédits des banques. A noter en outre que la catégorie des autres actifs, tout comme celle des autres passifs, a gagné en importance en raison des aides étatiques accordées au secteur bancaire¹⁴. La progression des dettes envers la clientèle s'explique par la recherche de la part des investisseurs de placements plus sûrs et moins volatiles que ceux pouvant être effectués sur les marchés boursiers. Le financement par l'émission de titres de dette a également contribué de manière importante à la forte progression de la somme de bilans.

Graphique 21

Évolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de décembre 1998 à septembre 2008



Source: BCL

Le graphique ci-contre illustre, d'une part, la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003 puis, d'autre part, la hausse du volume d'activités observée entre fin 2004 et septembre 2008. L'analyse approfondie permet de constater que la composition du bilan est dominée par les créances et les dettes interbancaires avec des poids relatifs respectifs de 51,3% et 50,3%.

Notons finalement qu'au 31 octobre 2008 la somme des bilans des banques a dépassé le seuil des 1 000 milliards d'euros pour s'élever à 1 013 222 millions d'euros, soit une hausse de 2,0% par rapport au 30 septembre 2008.

La structure et les composantes des bilans agrégés

À l'actif, on notera surtout l'accroissement de 12,3% (55 778 millions d'euros) des créances interbancaires, dont l'essentiel est survenue au troisième trimestre 2008 (+31 808 millions d'euros, soit 6,7%). Les créances sur la clientèle quant à elles, ont progressé de 38 508 millions d'euros (21,1%) sur base annuelle et de 9 696 millions d'euros (4,6%) au cours du troisième trimestre 2008.

¹⁴ Il importe de préciser que dans le tableau sommaire relatif aux principaux postes du bilan, les aides étatiques figurent sous la rubrique des autres passifs.

Tableau 12

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

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 - 2008/06		2008/03 - 2008/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2008/06
Créances interbancaires	440 925	471 086	477 293	36 368	8,2	6 207	1,3	50,6
Créances sur la clientèle	174 689	204 367	211 162	36 473	20,9	6 795	3,3	22,4
Portefeuille titres	239 063	230 632	227 481	-11 582	-4,8	-3 151	-1,4	24,1
Autres actifs	26 306	33 214	27 619	1 314	5,0	-5 595	-16,8	2,9
Total de l'actif	880 932	939 299	943 555	62 573	7,1	4 256	0,5	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Dans le sillage de l'effondrement des marchés d'actions et d'obligations, la valeur du portefeuille de titres des banques luxembourgeoises a baissé de 14 217 millions d'euros (-5,8%) entre septembre 2007 et septembre 2008. Cette baisse résulte de l'effet conjugué d'une baisse de 15 620 millions d'euros (-7,0%) du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe et d'une hausse de 1 403 millions d'euros (6,8%) du portefeuille de valeurs mobilières à revenu variable.

La moindre valorisation du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe s'explique en partie par l'utilisation de la méthode comptable IFRS ; cette dernière impose une valorisation des actifs à leur valeur de marché par opposition à la valorisation sous Lux GAAP qui permettait une valorisation au coût d'acquisition. Dans ce contexte, la montée des pressions inflationnistes en fin d'année 2007 ainsi que l'accroissement des risques en 2008, ont lourdement pesé sur les prix des obligations. Toutefois, la forte baisse des prix des matières premières au troisième trimestre 2008, qui a engendré une réduction des pressions inflationnistes, a déjà donné lieu à des baisses des taux directeurs des principales banques centrales ; cette baisse des taux d'intérêt pourrait à terme générer une hausse du prix des titres à revenu fixe et partant une évaluation plus favorable des portefeuilles de titres.

Le portefeuille de titres à revenu variable, dont la part relative par rapport au portefeuille de titres détenus n'est que de 9,6% au 30 septembre 2008, s'est tassé sur un an de 2,8% pour s'élever à 22 090 millions d'euros au 30 septembre 2008. Dans ce contexte, on notera que la valorisation des actions bancaires détenues en portefeuille s'est réduite de 69,9% pour le seul troisième trimestre 2008, passant de 845 millions d'euros au 30 juin 2008 à 254 millions d'euros au 30 septembre 2008.

Les autres actifs, quant à eux, ont progressé de 6 327 millions d'euros (+22,8%) sur un an, dont 6 275 millions d'euros entre juin et septembre 2008. Soulignons que depuis le début de l'année 2008 et de la mise en place des normes comptables IFRS, les encours inscrits sous la catégorie des autres actifs comprennent les produits dérivés qui, jusque fin 2007, étaient renseignés au hors-bilan. Notons également que la catégorie des autres actifs comme celle des autres passifs prend en compte l'essentiel des aides étatiques accordées en septembre à deux banques de la place à hauteur de 2 500 millions d'euros. Au passif, cette aide était comptabilisée sous la rubrique des éléments assimilables au capital (qui, dans le tableau ci-dessous sont repris dans les autres passifs) et la contrepartie à l'actif, dans la rubrique des autres actifs ; ce classement résulte du fait qu'il s'agit d'actifs à recevoir à court terme.

Tableau 13

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

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	437 050	471 231	499 248	62 198	14,2	28 017	5,9	50,3
Dettes envers la clientèle	305 691	308 199	319 784	14 094	4,6	11 585	3,8	32,2
Dettes représentées par un titre	92 148	85 146	90 657	-1 490	-1,6	5 511	6,5	9,1
Autres passifs	72 004	78 134	83 600	11 596	16,1	5 466	7,0	8,4
Total du passif	906 892	942 709	993 289	86 397	9,5	50 580	5,4	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également s'appliquer à l'analyse du passif ; en effet, la majeure partie de la progression en volume des activités provient du poste relatif aux dettes interbancaires. Sur base annuelle, leurs encours progressent de 62 198 millions d'euros, atteignant ainsi 499 248 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit une croissance de 14,2%. Entre juin et septembre 2008, cette dernière a atteint 5,9%, soit 28 017 millions d'euros. Le développement des activités au cours d'une période caractérisé par un degré de méfiance réciproque élevé entre les acteurs du monde bancaire peut surprendre. Toutefois, dans ce contexte, il importe de mentionner deux éléments d'explication ; d'une part, les positions interbancaires reflètent les opérations d'apport de liquidités par les banques centrales en vue de garantir le fonctionnement des marchés et d'autre part, les activités interbancaires des banques luxembourgeoises sont fortement orientées vers le groupe, soit vers des contreparties pour lesquelles la méfiance est un facteur à priori inexistant.

Les dettes envers la clientèle non-bancaire n'ont progressé que modestement (+4,6%) de 14 094 millions d'euros sur l'année écoulée, pour atteindre 319 784 millions d'euros au 30 septembre 2008. L'essentiel de cette hausse s'est produite au cours du troisième trimestre 2008 avec 11 585 millions d'euros, soit 3,8%. Cette concentration au cours du troisième trimestre de l'année en cours peut s'expliquer par le fait que les difficultés sur les marchés des actifs financiers poussent les investisseurs à rechercher à nouveau des placements plus sûrs.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre était en recul de 1,6% (1 490 millions d'euros) sur l'année écoulée, malgré un retournement, laissant apparaître une progression de 5 511 millions d'euros (6,5%) au troisième trimestre 2008. Leurs encours représentaient 9,1% des passifs fin septembre 2008, à 90 657 millions d'euros.

Au 30 septembre 2008, 83 600 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs qui sont aussi influencés par les nouvelles normes IAS/IFRS appliquées dès janvier 2008. Il en découle un sursaut de 8 365 millions d'euros en janvier 2008 qui a largement contribué à la progression annuelle de 11 596 millions d'euros, soit 16,1%. Entre juin et septembre 2008 cette position s'est accrue de 7,0% (5 466 millions d'euros) grâce à l'aide étatique à destination des banques (dont 2 500 millions d'euros étaient déjà comptabilisés au 30 septembre 2008 comme position à recevoir). L'encours sous cette catégorie au 30 septembre 2008 était de 83 600 millions d'euros.

Les crédits à la clientèle non-bancaire

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente se sont élevés à 74 942 millions d'euros au 30 septembre 2008, contre 48 088 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance

de 55,8%. Au cours du troisième trimestre de l'année sous revue, les crédits à la clientèle non bancaire affichaient une progression de 9,4%, soit 6 454 millions d'euros. Cette évolution positive est principalement portée par la croissance des autres intermédiaires financiers et par celle des sociétés financières.

Ainsi, sur base annuelle, les crédits aux autres intermédiaires financiers affichaient une forte hausse de 19 710 millions d'euros, correspondant à un quasi doublement de l'encours (+96,9%). Cette poussée s'explique à la fois par l'accroissement du nombre d'intervenants repris sous cette catégorie, par le soutien d'un cadre légal propice au développement de ce type d'activités, par les incertitudes qui pèsent sur les marchés boursiers et par le manque de liquidité qui a provoqué une envolée de la demande de crédits. Grâce à une forte progression en volume, les créances sur les autres intermédiaires financiers, dont l'encours s'est élevé à 40 054 millions d'euros au 30 septembre 2008, représentaient plus de la moitié des crédits au secteur non bancaire résident (53,4%) à cette date. Entre juin et septembre 2008 la croissance de ce poste s'est élevée à 11,4% (soit 4 105 millions d'euros).

Avec un encours total de 17 724 millions d'euros au 30 septembre 2008, les crédits aux ménages représentaient 23,7% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Ces derniers ont affiché des progressions de 11,0% depuis le 30 septembre 2007 et de 2,9% depuis le 30 juin 2008. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers ; en effet, 83,2% de crédits accordés aux ménages résidents sont destinés à cette fin.

Tableau 14

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 ⁽¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 605	1 792	1 775	170	10,6	-17	-0,9	2,4
Autres intermédiaires financiers	20 344	35 950	40 054	19 710	96,9	4 105	11,4	53,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	298	206	177	-120	-40,4	-28	-12,8	0,2
Sociétés non financières	9 869	13 311	15 212	5 343	54,1	1 901	14,3	20,3
Ménages & ISBLM	15 973	17 231	17 724	1 751	11,0	493	2,9	23,7
Crédits à la consommation	1 214	1 228	1 219	5	0,4	-9	-0,7	6,9
Crédits immobiliers	13 364	14 446	14 740	1 376	10,3	294	2,0	83,2
Autres crédits	1 395	1 556	1 765	370	26,5	208	13,4	10,0
Total	48 088	68 489	74 942	26 854	55,8	6 454	9,4	100,0

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 demande de crédits immobiliers est restée élevée en raison notamment de l'étalement sur une longue période des tranches de financements dans le cadre des constructions neuves. Ces derniers ont atteint un niveau de 14 740 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2008. Ainsi, la baisse des autorisations à bâtir observée au premier trimestre 2008 (-12% sur base annuelle pour les maisons individuelles et les appartements) n'a pas, à ce stade, eu d'impact négatif sur le volume des crédits accordés aux ménages luxembourgeois. Toutefois, le taux de croissance des crédits immobiliers accordés à la clientèle résidente s'est nettement réduit en 2008. Ainsi, de janvier à septembre 2008 la moyenne des taux de croissances annuels était de 12,6%, comparée à 22,1% pour les neuf premiers mois de l'année 2007.

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, les banques ont accordé en moyenne 245 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers par mois 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'une moyenne mensuelle de 230 millions d'euros a été accordée à des ménages résidents. La moyenne mensuelle des nouveaux crédits immobiliers aux ménages résidents est donc en hausse de



13 millions d'euros (+6,0%) par rapport à la fin d'année de 2007 où elle s'élevait à 217 millions. D'un point de vue méthodologique, il convient de souligner que si le crédit est divisé en plusieurs tranches, pouvant être créditées au cours de différentes périodes, c'est néanmoins le montant total (ou final) du crédit qui est renseigné en tant que nouveau contrat. En revanche, le montant renseigné dans les encours correspond aux fonds effectivement mis à disposition de la clientèle à la fin de la période. Il peut donc exister un décalage plus ou moins important entre les flux de nouveaux contrats et la variation de l'encours entre deux périodes. De plus, il importe de noter que les différences d'encours s'expliquent également d'une part, par les remboursements réguliers (mensualités) et d'autre part, par les remboursements anticipés de l'ensemble d'un crédit.

Dans le contexte de la bonne performance de l'économie luxembourgeoise, le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 54,1% sur base annuelle, portant leur encours à 15 212 millions d'euros au 30 septembre 2008. Cette tendance s'est encore accélérée au cours du troisième trimestre 2008, avec une hausse de 14,3% (1 901 millions d'euros). La part relative des crédits aux sociétés non financières a atteint 20,3% de l'ensemble des crédits aux résidents au 30 septembre 2008.

Les administrations publiques, quant à elles, étaient endettées auprès des banques à hauteur de 1 775 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit une croissance de 10,6% (170 millions d'euros) sur un an. On notera encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent peu importants tant en volume, avec 177 millions d'euros d'encours au 30 septembre 2008, qu'en part relative, avec 0,2% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois. Ceci s'explique tout naturellement par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements en titres de créance par le biais, essentiellement, d'encaissement de primes.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

L'encours des crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro s'est élevé à 82 926 millions d'euros au 30 septembre 2008, contre 75 595 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une progression de 9,7%. Cette tendance s'est néanmoins essoufflée au cours du troisième trimestre 2008, en raison d'une légère baisse de 0,3%, soit 286 millions d'euros.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non-bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par la part importante que revêtent les sociétés non financières ; ainsi, leur poids relatif était de 55,2% à la fin du troisième semestre 2008. Leurs encours de crédits auprès des banques luxembourgeoises ont augmenté de 18,7% (7 213 millions d'euros) sur les douze derniers mois et de 4,0% entre juin et septembre 2008. Toutefois, la période allant de septembre 2007 à septembre 2008 a été marquée par une stabilité des crédits aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers avaient vu leurs besoins en financements bancaires se tasser (-7,7% respectif 1 747 millions d'euros) au cours du troisième trimestre 2008, période marquée par les incertitudes au niveau des marchés boursiers ; leurs encours atteignaient 20 831 millions d'euros au 30 septembre 2008, pour un poids relatif de 25,1%. On notera également une croissance de 31,2% sur base annuelle entre septembre 2007 et septembre 2008, des crédits au secteur des assurances et des fonds de pension. Le niveau de l'encours de ce secteur, comme celui des administrations publiques, est particulièrement volatil car composé d'un nombre limité d'acteurs et leurs poids relatifs restent modestes avec respectivement 3,4% et 3,0%. Au niveau des administrations publiques cette volatilité s'est accompagnée d'une tendance baissière sur un an. Leurs encours de crédit se sont ainsi réduits de 5,4% (142 millions d'euros) sur un an. Au cours du troisième trimestre de l'année 2008 les administrations publiques se désendettaient de 690 millions d'euros (21,6%) de leurs crédits auprès des banques luxembourgeoises. Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro se sont réduits de l'ordre de 3,8% (437 millions d'euros) en variation annuelle en raison de la prédominance de la catégorie des autres crédits, dont l'encours a reculé de 7,4% (766 millions d'euros) sur la période. Cette forte baisse est quasi exclusivement due à une baisse survenue entre mars et juin 2008,

tandis que le troisième trimestre 2008 affichaient de nouveau une évolution positive (+2,4%, soit 227 millions d'euros). Notons dans ce contexte la forte augmentation annuelle des crédits à la consommation¹⁵ (53,5%) ainsi que celle des crédits immobiliers (27,6%) aux ménages résidents des autres pays de la zone euro ; au troisième trimestre 2008 ces derniers ont crû de respectivement 5,3% et 3,8%. Dans ce contexte, on notera que plusieurs banques luxembourgeoises développent des activités de crédits immobiliers à destination notamment de leurs employés frontaliers, pour des biens situés dans la grande région, au delà des frontières du Luxembourg. Toutefois, le volume des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro, n'atteint que 1 008 millions d'euros au 30 septembre 2008. L'encours de crédits immobiliers transfrontaliers représentait ainsi 9,2% de l'encours de crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro au 30 septembre 2008. Si nous comparons les encours de crédits immobiliers accordés aux ménages des autres pays de la zone euro avec ceux accordés aux résidents luxembourgeois, le ratio n'était que de 6,8% (1 008 millions d'euros) mais leur croissance sur les 12 derniers mois était nettement plus importante (27,6% contre 10,3% pour les crédits immobiliers domestiques).

Tableau 15

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 ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 644	3 191	2 502	-142	-5,4	-690	-21,6	3,0
Autres intermédiaires financiers	20 813	22 578	20 831	18	0,1	-1 747	-7,7	25,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 176	2 730	2 855	679	31,2	124	4,6	3,4
Sociétés non financières	38 573	44 040	45 786	7 213	18,7	1 746	4,0	55,2
Ménages & ISBLM	11 389	10 672	10 952	-437	-3,8	280	2,6	13,2
Crédits à la consommation	207	302	318	111	53,5	16	5,3	2,9
Crédits immobiliers	790	971	1 008	218	27,6	37	3,8	9,2
Autres crédits	10 392	9 399	9 626	-766	-7,4	227	2,4	87,9
Total	75 595	83 212	82 926	7 331	9,7	-286	-0,3	100,0

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 ont affiché une croissance de 7,4% entre septembre 2007 et septembre 2008, pour atteindre 63 002 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2008. Les crédits aux sociétés non financières se sont accrus de 2,5% sur un an et de 0,3% (81 millions d'euros) entre juin et septembre 2008. Ces derniers représentaient un encours de 25 919 millions d'euros pour un poids relatif de 41,1% de l'ensemble de crédits aux résidents du reste du monde.

Les autres intermédiaires financières ont fortement accru leurs financements par le biais du crédit bancaire au cours du troisième trimestre 2008 (3 501 millions d'euros, soit une hausse de 16,4% entre juin 2008 et septembre 2008). Dans ce contexte, on notera que la hausse annuelle de septembre 2007 à septembre 2008 est survenue quasiment exclusivement au cours du troisième trimestre 2008. Notons encore qu'au 3 septembre 2008, l'encours des crédits aux autres intermédiaires financiers représente 39,5% (24 912 millions d'euros) de l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde, ce qui est considérable.

L'encours de crédits aux ménages s'élevait à 6 026 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit un accroissement de 10,3% (560 millions d'euros) par rapport au 30 septembre 2007 ; il importe toutefois de noter

¹⁵ Il importe de mentionner que les données relatives aux crédits à la consommation divergent de celles présentées dans l'analyse de l'impact des turbulences financières sur les crédits. Pour cette dernière les chiffres ont fait l'objet de certaines corrections.

la baisse des encours de 1,0% (61 millions d'euros) observée entre juin et septembre 2008. Les encours de crédits aux sociétés d'assurances restent très volatils et ne représentaient que 1,2% de l'ensemble des crédits des banques luxembourgeoises. Les crédits aux administrations publiques, pour lesquels une hausse annuelle de 972 millions d'euros (22,0%) a pu être observée, ont un poids relatif de 8,6% des crédits aux résidents du reste du monde au 30 septembre 2008.

Tableau 16

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 ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 418	5 310	5 390	972	22,0	80	1,5	8,6
Autres intermédiaires financiers	22 599	21 411	24 912	2 313	10,2	3 501	16,4	39,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	905	828	755	-150	-16,6	-73	-8,8	1,2
Sociétés non financières	25 291	25 838	25 919	627	2,5	81	0,3	41,1
Ménages & ISBLM	5 465	6 087	6 026	560	10,3	-61	-1,0	9,6
Total	58 679	59 473	63 002	4 323	7,4	3528	5,9	100,0

Source: BCL

¹⁾Poids relatif par rapport au total des crédits.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2008, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 319 784 millions d'euros, soit une hausse de 14 094 millions d'euros (4,6%) par rapport à la même date de l'année précédente.

Les dépôts des résidents

Au 30 septembre 2008, l'encours de dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 178 648 millions d'euros, soit 55,9% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 17

Dépôts de la clientèle non-bancaire résidente (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	6 355	4 857	5 234	-1 122	-17,7	377	7,8	2,9
Secteur financier	118 671	122 911	132 843	14 172	11,9	9 933	8,1	74,4
Autres intermédiaires financiers	113 991	117 969	127 474	13 756	12,1	9 778	8,3	71,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 680	4 942	5 096	416	8,9	155	3,1	2,9
Secteur non financier	38 943	40 307	40 572	1 629	4,2	264	0,7	22,7
Sociétés non financières	18 754	17 839	17 792	-962	-5,1	-47	-0,3	10,0
Ménages & ISBLM	20 189	168 075	178 648	2 591	12,8	311	1,4	12,8
Total	163 969	168 075	178 648	14 679	9,0	10 574	6,3	100,0

Source: BCL

¹⁾Poids relatif par rapport au total des dépôts.

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente, on constate qu'une majeure partie de l'encours provenait des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) ; leur encours total était de 127 747 millions d'euros, soit 71,5% de l'ensemble des dettes envers la clientèle résidente. L'importance de cette catégorie est indissociable de celle de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, ces derniers déposant souvent leurs excédents de trésorerie auprès de leurs banques dépositaires. La progression de 12,1% (13 756 millions d'euros) observée au cours des douze derniers mois résulte en grande partie de la hausse survenue au cours du troisième trimestre de l'année 2008 (9 778 millions d'euros, soit 8,3%) ; en effet, durant l'accélération de la crise financière aux mois d'août et de septembre, les OPC luxembourgeois ont placé leurs liquidités auprès des banques luxembourgeoises afin de disposer de réserves de trésorerie pour faire face à d'éventuels rachats de parts. Ce constat peut être mis en relation avec la baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) survenue au mois de septembre 2008 qui a d'ailleurs été caractérisée par des rachats de parts d'OPC dépassant nettement le volume des souscriptions.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent 12,8% du total des dépôts effectués par les résidents au 30 septembre 2008, soit 22 779 millions d'euros. La croissance annuelle de 12,8% (2 591 millions d'euros), observée sur ce poste, laisse supposer que la retenue à la source de 10% sur les intérêts, introduite au début de l'année 2006, ne produit pas d'effets négatifs. Entre juin et septembre 2008 cette clientèle a légèrement augmenté ses dépôts de 1,4%.

Les dépôts des sociétés non financières ont diminué de 5,1% au cours des douze derniers mois, ce qui porte leurs encours à 17 792 millions d'euros au 30 septembre 2008. Bien que les dépôts des administrations publiques aient reculé de 17,7% sur un an (1 122 millions d'euros), ces derniers sont en hausse continue depuis février 2008. Ainsi, au cours du troisième trimestre leurs encours ont augmenté de 7,8% (377 millions d'euros) pour atteindre 5 234 millions d'euros au 30 septembre 2008.

Enfin, la clientèle résidente répartit ses dépôts, dont le volume total s'élève à 178 648 millions d'euros, en 44,3% de dépôts à vue et 55,7% de dépôts à terme. L'importance relative aux dépôts à vue de la clientèle résidente s'explique par plusieurs facteurs. D'une part, les dépôts à vue des autres intermédiaires financiers connaissent une rémunération intéressante, ce qui n'incite pas ces derniers à les placer transitoirement en dépôts à terme. De plus, ces intermédiaires financiers conservent souvent des excédents de liquidité qui doivent à tout moment être disponibles pour une affectation plus durable notamment pour l'acquisition de titres ou le remboursement de parts émises par les OPC. D'autre part, il ne faut pas perdre de vue que les dépôts d'épargne à vue des ménages sont également inclus dans cette catégorie. Durant le troisième trimestre 2008, la part relative des dépôts à terme s'est légèrement accrue, passant de 53,6% au 30 juin à 55,7% au 30 septembre 2008.

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

Les dépôts émanant des résidents des autres pays membres de la zone euro ont augmenté de 2,0% entre septembre 2007 et septembre 2008. Leurs encours s'élèvent à 77 814 millions d'euros fin septembre 2008. Toutefois, cette progression est en grande partie axée sur la période de juin à septembre 2008 témoignant ainsi d'une croissance trimestrielle de 3,4% (2 543 millions d'euros) observée entre juin et septembre 2008.

Les sociétés non financières qui ont déposé 26 417 millions d'euros, soit 33,9 % du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro, ont vu leurs dépôts s'accroître de 0,8% entre septembre 2007 et septembre 2008. Dans ce contexte, on notera que la forte croissance survenue au mois de septembre 2008 a nettement contribué à la performance trimestrielle de 12,2% (soit 2 871 millions d'euros) observée entre juin à septembre 2008.

Les entités du secteur financier, qui regroupent 32,8% de l'encours total, ont augmenté leurs dépôts de 466 millions (1,9%) sur un an. Entre juin et septembre 2008, ce chiffre progresse de 0,8% (207 millions d'euros). Avec 8,1% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, le poids relatif des sociétés

d'assurances et fonds de pension demeure modeste. Leur croissance affiche 3,4% sur base annuelle. Les autres intermédiaires financiers faisant partie du secteur financier représentaient 24,6%. En raison de l'environnement financier néfaste, la croissance annuelle de ce poste n'est que de 1,4%. Toutefois, ce sont les administrations publiques qui, avec un poids relatif de 0,7%, disposent des dépôts les plus faibles.

Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont déposé 989 millions d'euros supplémentaires sur un an, soit une hausse de 4,1% ; leurs encours atteignaient 25 381 millions d'euros au 30 septembre 2008. Néanmoins, depuis le mois de février 2008, la tendance était baissière (-1 328 millions d'euros) malgré un regain entre juin et septembre 2008. Ce recul d'activité peut être, au moins en partie, mis en relation avec la mise en place de la retenue à la source dans le cadre de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne. En effet, le taux d'imposition prévue par la directive est passé de 15% à 20% avec effet au 1er juillet 2008.

Tableau 18

Dépôts de la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 – 2008/09		2008/06 – 2008/09		2008/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	635	405	528	-109	-17,1	123	30,4	0,7
Secteur financier	25 022	25 281	25 488	466	1,9	207	0,8	32,8
Autres intermédiaires financiers	18 919	19 092	19 175	256	1,4	83	0,4	24,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	6 103	6 189	6 312	209	3,4	124	2,0	8,1
Secteur non financier	50 608	49 584	51 798	1 190	2,4	2 214	4,5	66,6
Sociétés non financières	26 216	23 546	26 417	201	0,8	2 871	12,2	33,9
Ménages & ISBLM	24 392	26 038	25 381	989	4,1	-657	-2,5	32,6
Total	76 267	75 270	77 814	1 547	2,0	2 543	3,4	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des dépôts.

A la fin du troisième trimestre 2008, les résidents des autres pays membres de la zone euro ont reparti leurs dépôts à raison de 28,1% de dépôts à vue et 71,9% de dépôts à terme.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts émanant des résidents du reste du monde se sont contractés de 3,3% entre septembre 2007 et septembre 2008 pour s'élever à 63 322 millions d'euros au 30 septembre 2008. Les trois positions les plus importantes de cette catégorie sont: les autres intermédiaires financiers, avec un poids de 53,0% au 30 septembre 2008, les ménages (26,8%) et les sociétés non financières (12,8%) à la fin de septembre 2008. Ces encours demeurent très volatiles.

La position la plus importante, en termes de poids relatif au 30 septembre 2008, revient aux autres intermédiaires financiers avec un encours de 33 566 millions d'euros. Ces derniers affichent une augmentation des dépôts au troisième trimestre 2008 (de l'ordre de 4,9%, soit 1 559 millions d'euros).

Notons la mauvaise tenue des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours était en baisse de 41,0%, soit 5 637 millions d'euros, durant la période allant de septembre 2007 à septembre 2008. Cette tendance s'est vue renforcée au troisième trimestre 2008, avec une chute de 3 126 millions d'euros (-27,8%), pour atteindre un encours de 8 100 millions d'euros au 30 septembre 2008. Cette baisse peut s'expliquer par les effets de la crise financière ; en effet, face à des difficultés d'obtenir des financements certaines entreprises ont dû avoir recours à des fonds propres pour financer leurs investissements et/ou assurer la pérennité de leurs activités.

Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 16 950 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit une hausse de 382 millions d'euros ou 2,3% sur base annuelle. Entre juin et septembre 2008, les ménages ont réduit leurs dépôts de 268 millions d'euros (-1,6%). Les dépôts des administrations publiques ont évolué à la baisse pendant l'année écoulée, affichant un poids relatif de 4,6% en fin de période. Les dépôts des sociétés d'assurance et les fonds de pensions ont évolué de manière favorable (43,1% sur un an) mais demeurent très volatiles ; ainsi, face à la hausse sur base annuelle on notera une réduction des encours de 8,8% entre juin et septembre 2008. Notons, que ces contreparties ont un poids très faible dans cette statistique (2,8%).

Tableau 19

Dépôts de la clientèle non-bancaire des pays 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 ¹⁾
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 - 2008/09		2008/06 - 2008/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	3 194	2 459	2 933	-261	-8,8	474	19,3	4,6
Secteur financier	31 956	33 951	35 338	3 383	10,6	1 388	4,1	55,8
Autres intermédiaires financiers	30 717	32 008	33 566	2 849	9,3	1 559	4,9	53,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 239	1 943	1 772	534	43,1	-171	-8,8	2,8
Secteur non financier	30 305	28 444	25 050	-5 254	-17,3	-3 394	-11,9	39,6
Sociétés non financières	13 737	11 226	8 100	-5 637	-41,0	-3 126	-27,8	12,8
Ménages & ISBLM	16 568	17 218	16 950	382	2,3	-268	-1,6	26,8
Total	65 454	64 854	63 322	-2132	-3,3	-1532	-2,4	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des dépôts.

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

Le coût des crédits offerts aux ménages et aux sociétés non financières de la zone euro par les IFM luxembourgeoises a nettement progressé au cours des neuf premiers mois de l'année 2008. Il en va de même pour la rémunération des dépôts.

Pour plus de clarté, rappelons qu'on entend par nouveaux contrats tous les nouveaux accords passés entre un agent économique (ménages ou sociétés non financières) et sa banque. Les nouveaux accords comprennent: tous les contrats et conditions financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

On entend par encours, l'ensemble des dépôts placés par les agents économiques auprès des banques et l'ensemble des crédits accordés par les banques aux agents économiques. Un taux d'intérêt sur les encours correspond au taux d'intérêt moyen pondéré appliqué à l'encours de dépôts ou de crédits pour une catégorie d'instruments donnée, pour la période de référence. Il concerne l'ensemble des contrats en cours qui ont été conclus au cours des périodes antérieures à la date de déclaration. Les créances douteuses et les crédits destinés à la restructuration de dette accordés à des taux inférieurs à ceux pratiqués sur le marché ne sont pas inclus dans le champ des taux d'intérêt moyens pondérés sur les encours.

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable a progressé de 34 points de base entre décembre 2007 (4,83%) et septembre 2008 (5,17%), affichant malgré tout un léger fléchissement en fin de période (baisse de cinq points de base entre août et septembre). Le resserrement monétaire de 25 points de base opéré par l'Eurosystème le 9 juillet 2008 n'a produit aucun effet sur les nouveaux contrats de juillet et ne s'est que partiellement transmis aux nouveaux contrats d'août (+ 20 points de base entre juillet et août). En revanche, comme l'avait indiqué les principaux établissements bancaires, l'assouplissement survenu

le 15 octobre a été rapidement transmis au taux débiteurs. Ainsi, entre septembre (5,17%) et octobre 2008 (4,89%), la baisse du coût des crédits immobiliers a atteint 28 point de base. Suivant les informations fournies par ces établissements, l'assouplissement monétaire du 12 novembre sera également transmis aux taux débiteurs. Le coût moyen de l'encours de crédits (de maturité initiale supérieure à cinq ans) est passé de 4,96% en décembre 2007 à 5,18% en septembre 2008. Entre juillet et août, c'est-à-dire juste après le resserrement des conditions de financement de l'Eurosystème, le coût moyen des crédits immobiliers s'appréciait de 14 points de base, ce qui demeure inférieur au resserrement de 25 points de base. En revanche, entre septembre et octobre 2008 (4,99%), la baisse de 19 points de base vient confirmer les observations faites précédemment. L'environnement financier défavorable, laisse supposer que les deux assouplissements monétaires du 15 octobre et du 12 novembre 2008 (100 points de base au total) seront assez rapidement et intégralement, répercutés par les banques luxembourgeoises, tel que cela a été communiqué. Ainsi sur base d'information des banques les plus actives dans ce domaine sur la place financière, les deux baisses de taux d'intérêts précitées ont été répercutées entièrement aux clients pour les prêts immobiliers (100 points de base), dont 50 points de base au début de décembre 2008.

En ce qui concerne le coût des nouveaux crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, celui-ci ne s'est apprécié que de 13 points de base entre décembre 2007 (6,29%) et octobre 2008 (6,42%). Le taux moyen de l'encours ressort à 5,65% en octobre 2008, en hausse de 14 points de base par rapport à décembre 2007 (5,51%).

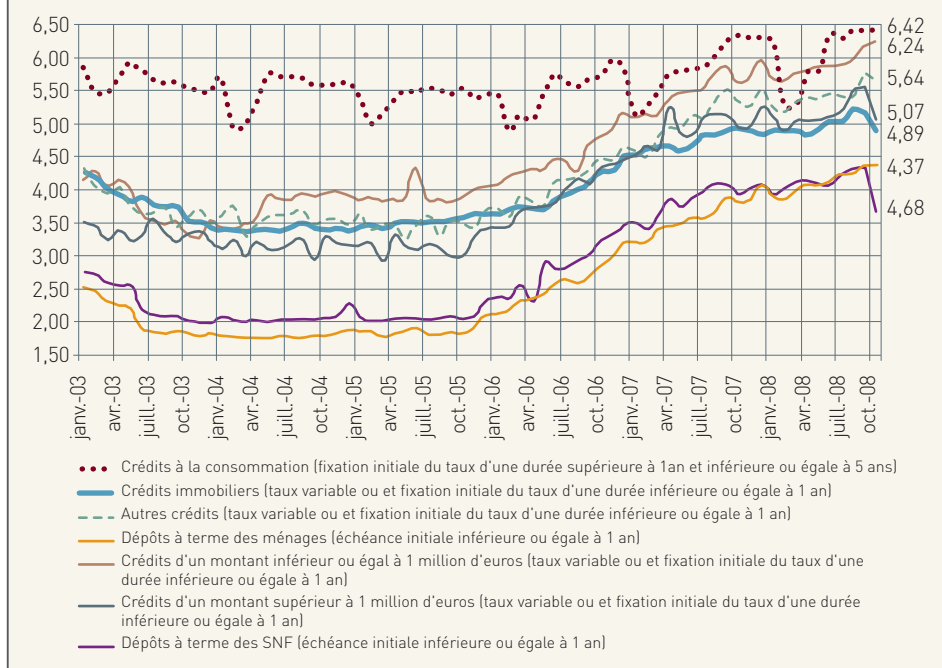
La catégorie des nouveaux crédits à taux variable, qui ne sont destinés ni à un investissement immobilier, ni à la consommation, a vu son coût progresser de 22 points de base entre décembre 2007 (5,52%) et septembre 2008 (5,74%). Toutefois, entre novembre 2007 (5,26%) et décembre 2007 (5,52%), ces derniers se sont adjugés une hausse de 26 points de base alors même qu'aucune modification des conditions de financement de l'Eurosystème n'a eu lieu. En fait, cette hausse correspondant à la répercussion des très fortes tensions sur les taux à court terme du marché. Néanmoins, entre septembre (5,74%) et octobre (5,64%) 2008, les taux des nouveaux

contrats se sont nettement détendus. Le coût moyen de l'encours sous cette catégorie ressort néanmoins en hausse de 35 points de base entre décembre 2007 (5,42%) et octobre 2008 (5,76%).

Les conditions de financement offertes aux sociétés non financières ont progressé de 20 points de base pour les montants inférieurs à un million d'euros et de 30 points de base pour les montants supérieurs à un million d'euros. Elles passent de respectivement 5,95% et 5,25% à 6,15% et 5,55% entre décembre 2007 et septembre 2008. Entre septembre et octobre 2008, seule la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros a vu son taux baisser de 48 point de base, pour atteindre 5,07%. Sous la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros, la hausse s'est poursuivie, atteignant neuf points de base (à 6,24% en octobre). Les taux moyens de l'encours ressortent en hausse de

Graphique 22

Évolution des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs offerts par les banques luxembourgeoises sur la période janvier 2003 – septembre 2008 (nouveaux contrats)



Source: BCL

40 points de base entre décembre 2007 (5,55%) et septembre 2008 (5,95%) pour des maturités inférieures à un an et de 23 points de base (5,33% à 5,56%) pour des maturités supérieures à cinq ans. Seules les maturités comprises entre un et cinq ans voient leur coût moyen diminuer de 10 points de base, passant de 5,04% à 4,94% sur cette période. Entre septembre et octobre 2008, toutes les catégories étaient en baisse.

La rémunération des nouveaux contrats de dépôts des ménages était en progression de 28 points de base entre décembre 2007 (4,07%) et septembre 2008 (4,35%). Cette hausse est liée à celle des taux courts du marché sur la période considérée. La rémunération des nouveaux contrats de dépôts des sociétés non financières était en hausse de 26 points de base sur cette période, passant de 4,07% à 4,33%. Entre septembre et octobre 2008, la rémunération des dépôts des ménages progressait encore de deux points de base (à 4,37%), tandis que celle des dépôts des sociétés non financières baissait de 64 points de base (3,68%)

2.7.5 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

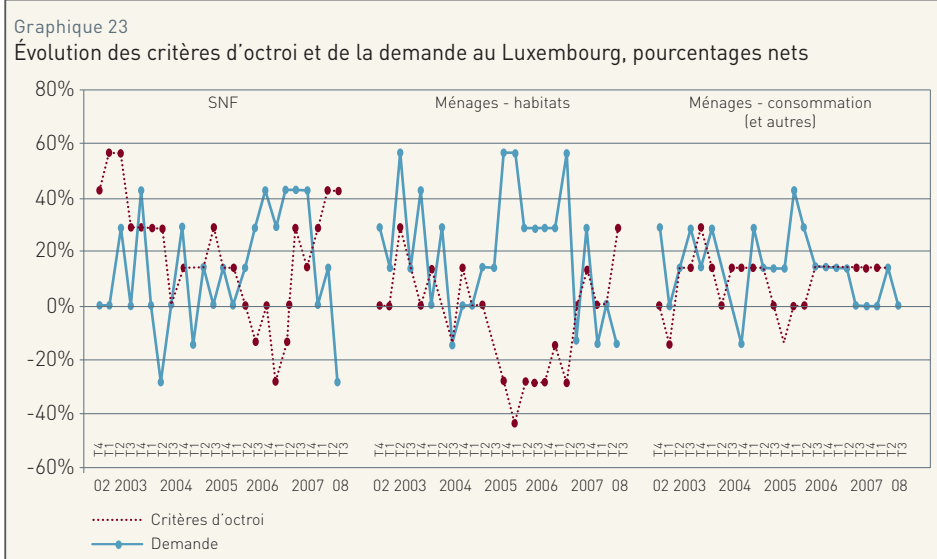
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux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

Les données les plus récentes datent du troisième trimestre 2008 ; comme pour les quatre trimestres précédents, cette enquête comprenait plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi et sur l'accès au financement des banques.


Par rapport au passé, les derniers résultats obtenus au Luxembourg sont un peu plus en ligne avec ceux de la zone euro dans son ensemble. Plus particulièrement, les résultats font apparaître un durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers ; alors qu'on ne peut guère parler d'un durcissement généralisé, ce résultat est peu propice par rapport aux développements favorables du passé.

Quant à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement, la situation s'est dégradée par rapport aux trimestres précédents, au Luxembourg comme dans la zone euro dans son ensemble.

Pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois dérivés des questions régulières de l'enquête, le graphique présente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clés.



Source: BCL



Entreprises: Pour le troisième trimestre 2008, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont encore signalé un durcissement net des critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises (à +43%, soit l'équivalent de trois banques) ; les grandes entreprises en particulier sont concernées. À rappeler que les résultats ne sont pas pondérés par la part des encours de chaque banque dans l'ensemble des crédits octroyés. Une des sept banques de l'échantillon n'octroie d'ailleurs pas de crédits aux entreprises implantées au Luxembourg. On ne peut donc guère parler d'un durcissement généralisé des critères d'attribution appliqués aux crédits aux entreprises situées au Luxembourg.

Dans la zone euro, les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux entreprises s'inscrivent à des niveaux très élevés depuis cinq trimestres. Si les perturbations de marché ont continué à exercer un effet durcissant sur les critères d'octroi, d'autres éléments explicatifs - tels les coûts liés aux fonds propres ou encore les perceptions de risques - ont également contribué au durcissement précité qui s'est d'ailleurs traduit sur les marges des banques, notamment sur les marges appliquées aux prêts plus risqués.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises a chuté au Luxembourg, passant de +14% au deuxième trimestre à -29% au troisième ; la demande nette s'est également repliée davantage dans la zone euro. La détérioration de la demande nette au Luxembourg découle principalement d'un besoin de financement affaibli lié aux investissements en capital fixe et aux fonds de roulement, ainsi qu'aux fusions, acquisitions et aux restructurations d'entreprises.

Ménages pour habitat: Un durcissement net des critères d'octroi (à +29%) a été enregistré au Luxembourg lors de la dernière enquête. Effectivement, par rapport aux trimestres précédents, ces résultats sont peu propices. Cependant, il est indiqué de préciser qu'il ne s'agit pas d'un durcissement généralisé des critères d'attribution appliqués aux crédits à l'habitat. Les +29% correspondent à deux banques de l'échantillon et les quatre¹⁶ autres banques n'ont pas modifié leurs critères ; comme indiqué ci-dessus, les résultats ne sont d'ailleurs pas pondérés. Dans tous les cas, par rapport à la zone euro, la situation demeure nettement plus optimiste ; en effet, les pourcentages nets de la zone euro relatifs à l'évolution des critères d'octroi immobiliers se sont établis à un nouveau sommet au troisième trimestre. Si on compare les résultats des trimestres précédents, on voit clairement que les durcissements nets successifs enregistrés au niveau de la zone euro dans son ensemble témoignent d'une évolution considérablement moins propice qu'au Luxembourg.

Les perturbations de marché n'ont toutefois guère eu d'incidence sur les critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux ménages par les banques situées au Luxembourg. Le durcissement signalé par les banques serait plutôt lié aux perceptions de risques accrus découlant des prévisions concernant l'activité économique générale et, dans une moindre mesure, des perspectives sur le marché immobilier.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont également moins propices qu'au trimestre précédent : si la demande nette demeura inchangée au deuxième trimestre, elle fut légèrement négative au troisième. Cette évolution serait attribuable, à une détérioration continue des perspectives sur le marché du logement. S'agissant de la demande nette de la zone euro, celle-ci a atteint son creux historique au troisième trimestre.

Ménages pour consommation (et autres): Les résultats du troisième trimestre indiquent qu'en net les critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres) sont restés inchangés. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, le durcissement net enregistré au troisième trimestre est le plus important depuis le début de l'enquête en 2002.

S'agissant de la demande nette, elle est restée inchangée au Luxembourg ; dans la zone euro, elle a atteint un nouveau creux historique.

¹⁶ À noter qu'une des sept banques de l'échantillon luxembourgeois n'octroie cependant pas de crédits immobiliers, ni de crédits à la consommation.

Incidences des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques.

La dernière enquête comprenait plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques. Au Luxembourg comme dans la zone euro dans son ensemble, l'accès au financement s'est détérioré par rapport au trimestre précédent. Cependant, seulement trois des sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué avoir rencontré des difficultés à se refinancer. Ces difficultés se sont répercutées sur les montants que ces banques sont disposées à prêter, ainsi que sur leurs marges. L'incidence des turbulences de marché sur les fonds propres des banques, ainsi que sur leur propension à accorder des prêts, demeure très faible au Luxembourg. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont cependant signalé une incidence sur leurs fonds propres et, dans une moindre mesure, sur leur propension à accorder des crédits.

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

Si les résultats du 2^e trimestre 2008, marqués par un recul modéré du résultat avant provisions de 1,3%, laissaient encore espérer que les banques luxembourgeoises seraient, dans leur ensemble, plus ou moins épargnées par les effets perturbateurs de la crise de l'immobilier américain sur les marchés financiers internationaux, les chiffres du 3^e trimestre de l'année en cours révèlent que tel n'a pas été le cas. Les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres provisoires actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 3 715 millions d'euros au 30 septembre 2008. Ceci représente une régression de 17,8% par rapport à fin septembre 2009 où le résultat avant provisions s'était élevé à 4 520 millions d'euros.

Tableau 20

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédits luxembourgeois¹⁾²⁾


	Rubrique des débits et des crédits	2007/09	2008/09	Variation annuelle	
				en termes bruts	en pourcent
1	Produits d'intérêts	42 829	44 510	1 681	3,9
2	Intérêts bonifiés	39 132	39 588	456	1,2
3	Marge sur intérêt	3 697	4 922	1 225	33,1
4	Revenus nets sur commissions	3 030	2 859	-171	-5,6
5	Autres revenus nets	931	-695	-1 626	-174,7
6	Revenus hors intérêts	3 961	2 164	-1 797	-45,4
7	Produit bancaire	7 658	7 086	-572	-7,5
8	Frais de personnel	1 713	1 855	142	8,3
9	Frais d'exploitation	1 250	1 334	84	6,8
10	Frais de personnel et d'exploitation	2 963	3 189	226	7,6
11	Amortissements sur immobilisé non financier	175	181	6	3,6
12	Résultat avant provisions, dépréciations et impôts	4 520	3 715	-805	-17,8

Source: BCL

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

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

Fin septembre 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 4 922 millions d'euros, en hausse de 33,1%, soit 1 225 millions d'euros, par rapport au 30 septembre 2007. Dans un environnement d'affaires marqué par une crise de confiance générale, la situation excédentaire en liquidités du secteur bancaire luxembourgeois a permis de générer d'importants revenus par l'activité de crédit. La progression de 21% (38 253 millions d'euros) des créances sur la clientèle illustre cela parfaitement. Les dividendes perçus ont augmenté de 39,7% sur la période considérée. Ces 1 277 millions d'euros représentent une part relative de 25,9% de la marge sur intérêts, contre 24,7% l'année précédente. Par ailleurs, le double relèvement des taux directeurs de la BCE de 25 points de base au 13 juin 2007 et au 9 juillet 2008 a aussi contribué aux variations relatives de 3,9% et 1,2% des produits d'intérêts et des intérêts bonifiés.



La catégorie des revenus nets sur commissions a subi une baisse de 5,6%. L'évolution des marchés financiers et le recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois, à hauteur de 262,4 milliards d'euros (-12,7%) entre septembre 2007 et septembre 2008, influent directement cette catégorie de revenus. En effet, les commissions perçues par les établissements de crédit pour leurs services de banque dépositaire et/ou d'administration centrale sont déterminés en fonction de la valeur nette d'inventaire des OPC.

Cependant, ce recul a pu être partiellement compensé, car les périodes de haute volatilité des prix sur les marchés financiers se caractérisent également par un nombre accru de transactions de la part des investisseurs ce qui a été bénéfique pour les revenus sur commissions des banques. Ainsi, le volume des parts d'OPC luxembourgeois négociées lors des trois premiers trimestres 2008 a atteint 1 454 milliards d'euros, soit de 39,2%, supérieur à celui observé à la même période, une année plus tôt.

Les établissements de crédit de la place financière ont fait état d'une baisse de 1 626 millions d'euros sur le poste des autres revenus nets, au 30 septembre 2008. Cette régression reflète notamment l'évolution à la baisse des marchés financiers et les variations de valeur subséquentes des titres comptabilisés par les banques dans leur portefeuille de négociation.

La belle progression de la marge sur intérêts a été plus que neutralisée par la mauvaise performance des établissements de crédit dans le domaine des revenus hors intérêts. Sur les neufs premiers mois de l'année en cours, le produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, a baissé de 572 millions d'euros, soit de 7,5%, pour atteindre 7 086 millions d'euros.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont procédé à une création nette de 1 442 emplois, ce qui représente une progression de 5,6% en comparaison annuelle. Les frais de personnel n'ont évolué avec +8,3% que légèrement plus rapidement. Plus globalement, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 226 millions d'euros soit 7,6% sur la période considérée, témoignant ainsi de mesures déjà prises pour maîtriser les coûts.

Sous l'impact de la hausse de 3,6% des frais généraux administratifs et des amortissements sur immobilisé non financier, le résultat avant provisions s'est détérioré de 805 millions d'euros, soit 17,8%, comparé aux trois premiers trimestres 2007, pour atteindre un niveau de 3 715 millions d'euros au 30 septembre 2008.

Les banques luxembourgeoises dans leur ensemble n'ont pas échappé aux ravages de la crise financière, comme leurs résultats en baisse le révèlent manifestement. Considérant que certains événements, notamment le sursis de paiement des banques islandaises placées sous gestion contrôlée, intervenus après la fin du 3^e trimestre, et l'entrée en récession de nombreuses économies développées, vont à l'encontre d'un redressement notable des indices boursiers, il y a peu d'espoir que les résultats du dernier trimestre de l'an 2008 ne viennent redresser cette situation.

D'après les chiffres provisoires actuellement disponibles, les établissements de crédit ont procédé à des constitutions nettes de provisions en hausse de 84,6% par rapport au 30 septembre 2007. Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 19,2%, le résultat net provisoire a régressé de 37,7% en comparaison annuelle atteignant un niveau de 2 012 millions d'euros à la fin du 3^e trimestre 2008.

Tableau 21

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

	Rubrique des débits et des crédits	2008/03	2008/06	2008/09	Variation du 1er au 2e trimestre en pourcent	Variation en termes bruts	Variation du 2e au 3e trimestre en pourcent	Variation en termes bruts
1	Produits d'intérêts	16 949	13 683	13 877	-19,3	-3 266	1,4	194
2	Intérêts bonifiés	15 279	11 881	12 429	-22,2	-3 398	4,6	548
3	Marge sur intérêt	1 671	1 803	1 449	7,9	132	-19,6	-354
4	Revenus nets sur commissions	1 023	955	881	-6,6	-68	-7,8	-74
5	Autres revenus nets	-92	21	-624	-122,4	113	-3 131,6	-644
6	Revenus hors intérêts	931	976	257	4,8	45	-73,6	-719
7	Produit bancaire	2 602	2 779	1 706	6,8	177	-38,6	-1 073
8	Frais de personnel	634	591	630	-6,8	-43	6,6	39
9	Frais d'exploitation	423	451	461	6,7	28	2,2	10
10	Frais de personnel et d'exploitation	1 057	1 042	1 091	-1,4	-15	4,7	49
11	Amortissements sur immobilisé non financier	69	52	60	-24,2	-17	14,3	8
12	Résultat avant provisions, dépréciations et impôts	1 475	1 689	551	14,5	214	-67,4	-1 138

Source: BCL

¹⁾ Les montants sont exprimés en millions d'euros; en fin de période. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.²⁾ Résultats des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

Un regard sur la variation trimestrielle du résultat du secteur bancaire pendant l'année en cours révèle un exercice relativement bon au deuxième trimestre, suivi d'un déclin de toutes les catégories de revenus bancaires au troisième trimestre. Sous l'effet d'une croissance plus prononcée des intérêts bonifiés (+4,6%) par rapport à celle des produits d'intérêts (+1,4%), la marge sur intérêt a diminué de 19,6%. Alors que les revenus nets sur commissions n'ont régressé que modérément, la catégorie des autres revenus nets a subi une baisse significative de 644 millions d'euros. Il faut cependant rappeler que suite à l'adoption des normes comptables IAS/IFRS et à l'application du principe de la « juste valeur », ce poste est soumis à d'importantes oscillations en cas de fluctuations des prix sur les marchés financiers. Ainsi, du deuxième au troisième trimestre 2008, le produit bancaire a diminué de 1 073 millions d'euros, soit 38,6%. Suite aux hausses respectives des frais de personnel et d'exploitation ainsi que des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers de 4,7% et 14,3%, le résultat avant provisions a baissé de 1 138 millions d'euros, soit de 67,4% entre les deuxième et troisième trimestre 2008.

2.7.7 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

L'évolution en nombre des OPC

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, le rythme de croissance de la création d'OPC s'est accéléré avec la création de 454 nouvelles entités contre 263 au cours de la même période de l'année précédente. Ainsi, au 30 septembre 2008, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC luxembourgeois s'élève à 3 322 contre 2 868 au 31 décembre 2007. Parallèlement au développement des unités, le nombre total des compartiments s'est également accru de 1 119 unités portant ainsi le nombre total d'unités actives sur la place financière à 12 234 unités au 30 septembre 2008.

Le rythme soutenu de la création nette d'unités au Luxembourg confirme l'attrait de la place financière dans le domaine de la gestion d'actifs qui s'explique notamment par la compétitivité et la compétence que cette dernière a acquises au cours des deux dernières décennies.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire (VNI)

Contrairement au nombre d'entités, le patrimoine global net des OPC a connu un recul considérable pendant l'année en cours. En effet, entre le 31 décembre 2007 et le 30 septembre 2008 le volume des actifs sous gestion a diminué de 262 699 millions d'euros pour s'établir à 1 796 696 millions d'euros affichant ainsi une baisse de 12,8%. Ainsi, le patrimoine global net des OPC retombe donc au niveau de novembre 2006.

La baisse de la valeur nette d'inventaire au cours des neuf premiers mois de l'année 2008 s'explique essentiellement par une évaluation moindre des actifs sous gestion. L'effet de marché observé depuis le début de l'année en cours se matérialise par une baisse de 271 726 millions d'euros de la valeur nette d'inventaire globale. En effet, bien que l'apport net total en capital en cours d'année soit nettement inférieur à celui observé au cours de la même période de l'année précédente, il reste néanmoins positif avec 9 028 millions d'euros contre 153 949 millions d'euros pendant la même période observée en 2007.

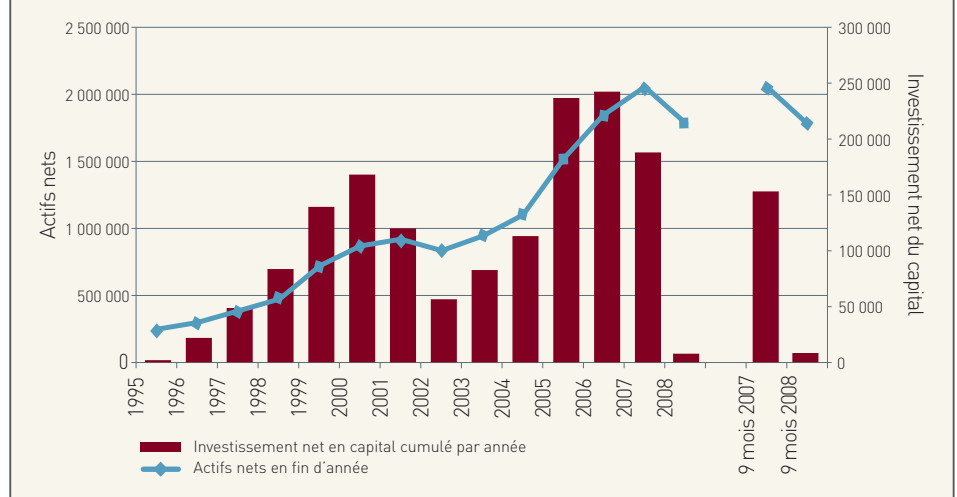
Dans ce contexte on notera un désinvestissement important au cours des mois de juin et de septembre 2008. Le désinvestissement observé au cours du mois de juin 2008 s'explique par l'effet combiné de deux facteurs ; d'une part, un effet saisonnier puisque, à quelques exceptions près, le mois de juin est traditionnellement un mois qui se caractérise par un apport net en capital moins important et d'autre part, par une accentuation de cet effet saisonnier par la mauvaise tenue des marchés boursiers. En effet, au cours du mois de juin 2008 les effets de la crise subprime aux États-Unis ont eu un impact important à la baisse sur les principaux indices boursiers mondiaux. Par la suite, la situation délicate, voire alarmante, sur les principaux marchés boursiers a incité nombre d'investisseurs à vendre les parts détenus dans certaines catégories d'OPC pour investir leurs avoirs dans d'autres catégories d'OPC et/ou des dépôts en banque. Sur la période de septembre 2007 à septembre 2008, on notera donc un désinvestissement important de 58 145 milliards d'euros pour les fonds à revenu variable et de 56 867 milliards d'euros pour les fonds à revenu fixe soient. Sur l'année, ce désinvestissement a été compensé par un investissement important dans les fonds monétaires de 71 871 milliards d'euros et de 60 487 milliards d'euros dans le fonds mixtes. Ainsi, entre les 30 septembre 2007 et 2008, l'investissement net en capital demeure positif avec un total 43 567 millions d'euros.

Toutefois, l'apport net en capital positif a été accompagné par un important effet de marché négatif en cours d'année sous revue ; ainsi, de septembre 2007 à septembre 2008, l'impact de la variation des marchés financiers sur la valeur nette d'inventaire globale se chiffre à 306 014 millions d'euros. Cet impact se matérialise de manière différente sur les diverses catégories d'OPC. D'une part, les OPC monétaires affichent un impact positif de 80 853 million d'euros, ce qui s'explique par le fait que cette catégorie d'OPC investit principalement dans des dépôts bancaires et dans des valeurs mobilières à revenu fixe dont l'échéance initiale et/ou résiduelle est inférieure ou égale à 12 mois. Il s'ensuit que les perturbations sur les marchés financiers n'affectent que peu cette catégorie d'OPC. De plus, les variations des marchés ont également eu un impact positif de 28 805 millions d'euros sur la valeur nette d'inventaire des OPC ayant adopté une stratégie d'investissement mixte. Cette catégorie d'OPC tire avantage de la diversité de ses investissements qui permet en effet de compenser les moins values générées par certains actifs par les plus values générées par d'autres actifs. D'autre part, les OPC investissant principalement dans des valeurs mobilières à revenu fixe affichent une baisse de 65 443 millions d'euros à la suite de la moindre évaluation des actifs. Les OPC investissant principalement en valeurs mobilières à revenu variable, qui sont particulièrement sensibles aux fluctuations de prix des actifs financiers, subissent de plein fouet l'impact des variations négatives des marchés financiers au cours des derniers mois. Ainsi, l'impact négatif de la variation des marchés financiers sur leur valeur nette d'inventaire se chiffre à 290 228 millions d'euros. La valeur nette d'inventaire des autres OPC, quant à elle, recule de 16 435 millions d'euros en raison de la variation des marchés financiers.

Finalement, il importe de mentionner que les données actuellement disponibles sont celles au 30 septembre 2008. Or, le mois d'octobre 2008 a vu des développements considérables sur les marchés financiers qui se sont davantage orientés vers la baisse puisque, en sus de la crise sur les marchés financiers, le ralentissement économique s'est confirmé dans les principales économies mondiales. Certaines économies de la zone euro sont entrées en récession générant ainsi dans le chef des investisseurs une crise de confiance qui pousse ces derniers à désinvestir et rechercher des investissements moins risqués. Cette hypothèse se voit notamment confirmée par le succès qu'a connu l'emprunt lancé par l'État luxembourgeois.

Graphique 24

Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital (en millions d'euros)



Source: CSSF

Ainsi, durant le mois d'octobre 2008, la valeur nette d'inventaire des actifs sous gestion a encore baissé de 149 668 millions d'euros pour s'établir à 1 647 028 millions d'euros. Cette baisse s'explique d'une part par le retrait net de capital de 69 108 millions d'euros et d'autre part par l'impact de la variation des marchés financiers de 80 558 millions d'euros. Dans ce contexte, il n'est pas à exclure que les mois à venir se caractérisent par une baisse additionnelle de la valeur nette d'inventaire globale des OPC luxembourgeois en raison d'une part d'une moindre évaluation des actifs et d'autre part en raison d'un retrait en capital de la part des investisseurs.

Tableau 22

Évolution de la situation globale des OPC luxembourgeois

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compartiments	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾	Variation des marchés financiers ^{2) 3)}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
1	2	3	4	5	6	7	8
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 853	53 847	6,2
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 253	-83 939	-9,0
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6
2007							
janvier	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
février	2 278	9 637	1 908 707	29 083	-16 186	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	6 378	12 275	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	22 233	17 403	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	21 578	36 088	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	20 598	1 762	394 896	23,9
juillet	2 407	10 194	2 052 977	23 771	-17 816	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	166	-17 849	327 888	19,2
septembre	2 501	10 415	2 059 144	-607	24 457	326 114	18,8
octobre	2 618	10 644	2 123 519	24 630	39 745	342 402	19,2
novembre	2 761	10 924	2 063 797	6 860	-66 582	264 272	14,7
décembre	2 868	11 115	2 059 395	3 049	-7 451	214 545	11,6
2008							
janvier	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9
février	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1
juillet	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8
septembre	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7

Source: CSSF

¹⁾ L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminuées des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

²⁾ Montants cumulés par année sauf données mensuelles pour 2007 et 2008.

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

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Entre le 31 décembre 2007 et le 30 septembre 2008, le nombre de compartiments monétaires a augmenté de 2 unités passant ainsi de 463 à 465 unités. Notons que le nombre de compartiments est cependant moins stable que ne le suggère cette augmentation de 2 unités. Fin mars le nombre de compartiments s'élevait à 473 pour retomber au courant des mois suivants à 465 unités fin septembre 2008.

La somme de bilan

Au 30 septembre 2008, la somme de bilan des OPC monétaires s'est élevée à 326 595 millions d'euros, ce qui correspond à une hausse de 72 954 millions, soit 28,76 %, pour l'année en cours.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont fortement orientés vers les dépôts en banque ainsi que les titres monétaires ou les titres de créance ayant une échéance résiduelle inférieure à 12 mois. Ainsi au 30 septembre 2008, le portefeuille de titres autres que des actions représentait 72,2% (contre 77% le trimestre précédent) des actifs et les créances sur les établissements de crédits représentaient 25,3% (contre 21,1% le trimestre précédent) des actifs. Dans ce contexte, on notera particulièrement que la part relative du portefeuille titres autres que des actions a diminué de 77,5% en septembre 2007 à 72,2% en septembre 2008 alors que les créances bancaires ont augmenté en parallèle de 19,6% à 25,3%.

Cette réorientation des investissements, déjà observée lors du trimestre précédent, doit être analysée à la lumière des développements survenus sur les marchés financiers internationaux au cours de cette même période ; en effet, face à l'incertitude sur les marchés financiers et suite aux taux d'intérêts sur les marchés monétaires relativement élevés au cours de la période observée (septembre 2007 à septembre 2008), les OPC monétaires ont davantage orienté leurs investissements vers les placement bancaires. Précisons qu'en octobre et en novembre 2008, l'Eurosystème a baissé de 1% les taux directeurs et que ce relâchement des taux directeurs pourrait par la suite altérer la répartition entre placements bancaires et investissements en titres. Il convient également de noter que l'accroissement des placements bancaires ne se fait pas au détriment des investissements en titres ; le portefeuille de titres autres que des actions a augmenté de 23,8% au cours des douze mois passés alors que le portefeuille de créances a également augmenté de 71,4% au cours de la même période. Ainsi, cette réorientation des investissements s'opère principalement par le biais de l'apport net en capital dans les OPC monétaires.

Tableau 23


Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires

(en millions d'euros, sauf indication contraire ; encours en fin de période)

Émetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif d'euros	
	2007/09	2008/06	2008/09	2007/09 - 2008/09		2008/06 - 2008/09		2008/09	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Émetteurs résidents	4 981	5 276	4 871	-109	-2,2	-405	-7,7	2,1	100,0
Établissements de crédit	2 903	3 239	3 199	296	10,2	-41	-1,3	1,4	65,7
Administrations publiques	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Autres secteurs	2 078	2 037	1 672	-406	-19,5	-364	-17,9	0,7	34,3
Autres intermédiaires financiers	975	1 596	1 224	249	25,5	-372	-23,3	0,5	25,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	82	95	103	21	25,2	7	7,9	0,0	2,1
Sociétés non financières	1 021	346	346	-675	-66,1	0	0,0	0,1	7,1
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Émetteurs des autres pays de la zone euro	87 576	108 580	112 743	25 167	28,7	4 164	3,8	47,8	100,0
Établissements de crédit	49 720	70 470	71 623	21 902	44,1	1 153	1,6	30,4	63,5
Administrations publiques	8 250	7 547	10 395	2 145	26,0	2 848	37,7	4,4	9,2
Autres secteurs	29 605	30 563	30 726	1 120	3,8	163	0,5	13,0	27,3
Autres intermédiaires financiers	15 645	16 304	17 641	1 996	12,8	1 337	8,2	7,5	15,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 142	1 307	1 423	282	24,7	116	8,9	0,6	1,3
Sociétés non financières	12 818	12 944	11 661	-1 157	-9,0	-1 283	-9,9	4,9	10,3
Ménages et ISBLM	0	8	0	0	-	-8	-	-	-
Émetteurs du reste du monde	97 848	116 010	118 005	20 156	20,6	1 995	1,7	50,1	100,0
Établissements de crédit	46 700	79 160	81 568	34 868	74,7	2 407	3,0	34,6	69,1
Administrations publiques	1 450	3 231	3 646	2 195	151,3	414	12,8	1,5	3,1
Autres secteurs	49 698	33 619	32 791	-16 907	-34,0	-827	-2,5	13,9	27,8
Total	190 405	229 866	235 619	45 214	23,7	5 753	2,5	100,0	100,0

Sources: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions.²⁾ Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée.



Le portefeuille de titres autres que des actions est principalement investi dans des titres émis par des établissements de crédit (66,4%) et des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaire (27,7%) alors que le secteur public n'intervient que pour une faible part (6%). Dans ce contexte, on notera que la part relative des titres émis par des établissements de crédit dans le portefeuille de titres autres que des actions a nettement augmenté au cours des 12 derniers mois pour passer de 52,2% à 66,4% ou, en termes bruts, de 99 323 à 156 389 millions d'euros. Ce développement reflète les besoins accrus de fonds des établissements de crédit au cours de la période sous revue ainsi que les rendements importants sur les marchés monétaires.

En ce qui concerne la ventilation sectorielle des investissements par zone géographique, on remarquera la forte concentration sur le secteur financier pour ce qui est titres autres que des actions émis par des résidents. Ainsi les investissements dans des titres émis par des établissements de crédit et d'autres intermédiaires financiers luxembourgeois s'élèvent à 4 423 millions d'euros soit 90,8% du volume total des titres émis par des résidents et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires. Notons encore que par rapport au deuxième trimestre 2008, les titres autres que des actions émis par des résidents ont baissé de 412 millions d'euros.

Les investissements dans des titres autres que des actions émis par des résidents des autres pays membres de la zone euro présentent des caractéristiques similaires avec une forte concentration sur les secteurs des établissements de crédit et des autres intermédiaires financiers.

Finalement, il convient de noter que les investissements dans des titres émis par des administrations publiques des pays membres de la zone euro ont connu une hausse de 2 848 millions d'euros par rapport au trimestre précédent. S'il y a eu dans le passé des efforts de réduction des déficits et des dettes publiques dans la zone euro, cette tendance est en train de changer en regard des interventions multiples des différents États pour contrer les effets négatifs de la crise financière et de la baisse de l'activité économique.

2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le ralentissement de la conjoncture économique au niveau international s'est répercuté sur les exportations du Luxembourg, dont le taux de croissance annualisé a reculé à 5% (pour atteindre 9,4 milliards d'euros) sur les trois premiers trimestres de 2008 contre 6,6% sur la même période de 2007. Le taux de croissance des importations s'est par contre accéléré à 7,7% (pour atteindre 13,2 milliards) sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 5,6% sur la même période de 2007. La croissance des importations ayant dépassé celle des exportations, le déficit du commerce extérieur s'est aggravé de 14% en s'établissant à 3,8 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008.

En termes de volumes, les données disponibles sur le premier semestre 2008 montrent que les importations ont baissé de 5,6% alors que les exportations se sont réduites de 1,8%. Le différentiel de croissance en termes nominaux provient donc d'une évolution défavorable des prix relatifs. L'indice des valeurs unitaires à l'importation s'est ainsi accru de 11% au premier semestre 2008 comparé à une hausse de 5% pour les valeurs unitaires à l'exportation. Il en résulte, comme pour la zone euro, une importante détérioration des termes de l'échange qui est à la base de la hausse du déficit commercial du Luxembourg.

La ventilation par catégorie de biens montre que le ralentissement de la croissance des exportations provient de la réduction des ventes de machines et équipements (-13%), de boissons et tabac (-2%) et d'articles manufacturés divers (-3%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique quant à elle que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 6%. Par contre, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro ont soit stagné (celles à destination des États-Unis), soit reculé (cas des livraisons vers l'Asie).

La hausse des importations est due en grande partie aux fournitures de produits pétroliers dont la facture a fortement augmenté (+39%) sur les trois premiers trimestres de 2008. À cela s'ajoute la hausse en valeur des importations de produits chimiques et connexes (+11%), de produits alimentaires (+9%), ainsi que de consommations intermédiaires (+9%). Les baisses n'ont affecté que les fournitures de matériel de transport (-6%) et de machines et équipements (-6%). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) ont progressé de 11%, alors que les fournitures en provenance des États-Unis et des pays d'Asie ont fortement baissé.

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Le compte courant

Au premier semestre 2008 le compte courant du Luxembourg s'est soldé par un excédent d'un milliard d'euros, soit une légère baisse de 1,2% par rapport au niveau atteint sur la même période de 2007. Cette quasi-stabilité s'explique par le fait que l'aggravation des déficits dans les marchandises et dans les transferts courants a été neutralisée par l'amélioration des soldes dans les services et dans les revenus. Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années (+18% au premier semestre 2007), le taux de croissance de l'excédent des services s'est toutefois fortement ralenti au premier semestre de 2008 (+3% à 10 milliards d'euros). Ce ralentissement brutal est lié à l'évolution des services financiers. Ceux-ci ont en effet enregistré un surplus en hausse de 1,2% à 7,7 milliards au premier semestre 2008, comparé à un taux de progression de 21% sur la même période de 2007. Cette moins bonne performance des services financiers est directement liée aux turbulences observées sur les marchés financiers internationaux. S'agissant de l'excédent des autres activités de services, il a progressé de 10% sur les six premiers mois de 2008, sous l'impulsion des activités de transport, de communication et de services aux entreprises.

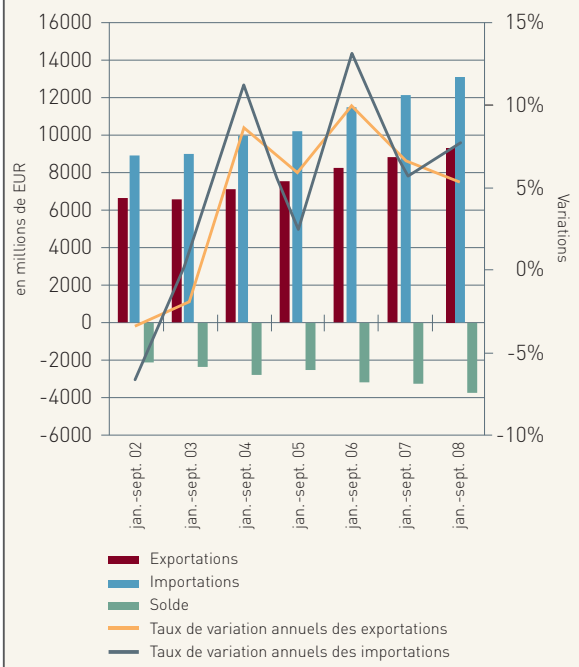
Concernant les trois autres principales balances partielles, à savoir les marchandises, les transferts courants et les revenus, l'on note une aggravation des déficits pour les deux premières rubriques, tandis qu'une légère résorption a été observée dans le déficit des revenus. La hausse de 15% dans le déficit des marchandises, qui a atteint 1,7 milliard d'euros au premier semestre de 2008, provient à la fois d'une chute de l'excédent des transactions sur or non-monnaire et d'une hausse du déficit des marchandises générales. L'augmentation du déficit des transferts courants résulte quant à elle en grande partie des revenus monétaires réalloués au sein de l'Eurosystème. Le léger recul (-1,6%) du déficit des revenus s'explique essentiellement par la baisse du déficit des revenus d'investissements, dans un contexte de croissance continue (+14%) de la rémunération nette des frontaliers.

2.9.2 Le compte financier

Le compte financier s'est soldé par une exportation nette de capitaux d'environ 2 milliards d'euros au cours du premier semestre 2008, contre 207 millions au même semestre de l'année 2007. Dans les différentes composantes du compte financier, les sorties nettes ont affecté les flux d'investissements directs (17 milliards d'euros), les produits financiers dérivés (2 milliards) et les flux d'autres investissements (5 milliards) tandis que les flux d'investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 22 milliards d'euros.

Les sorties nettes d'investissements directs ont porté sur les participations au capital social (74 milliards d'euros) qui ont néanmoins été partiellement compensées par les entrées nettes (57 milliards) sur les prêts

Graphique 25
Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

intra-groupes. Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 5 milliards d'euros sont attribuées essentiellement aux institutions financières monétaires (BCL exclue) qui ont subi une baisse de leurs engagements à long terme, tout en augmentant leurs créances à court terme.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation se sont soldées par des entrées nettes de 43 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2008. Du côté des avoirs, les résidents ont procédé à des ventes nettes d'actions étrangères (+29 milliards) dans un contexte d'incertitudes accrues sur les marchés boursiers internationaux. Du côté des engagements, les opérations des non-résidents se sont soldées par des entrées nettes d'environ 14 milliards d'euros. Ces dernières entrées sont toutefois en forte réduction comparées aux 121 milliards enregistrés sur la même période de 2007.

En ce qui concerne les titres de créance, au premier semestre de 2008, les résidents ont placé 26 milliards d'euros dans les titres étrangers (contre 75 milliards sur la période correspondante de 2007), essentiellement dans les instruments du marché monétaire, au détriment des obligations qui ont subi des ventes nettes. En revanche, les placements des non-résidents dans les titres de créance luxembourgeois sont restés relativement faibles (+5 milliards d'euros, dont une grande partie en obligations).

Tableau 24

Balance des paiements du Luxembourg

Unité: Million EUR	janvier-juin 2007			janvier-juin 2008		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	97 458	96 396	1 062	109 386	108 337	1 049
Marchandises	6 969	8 473	-1 505	7 378	9 104	-1 727
Services	22 604	12 898	9 706	23 925	13 914	10 011
Revenus	65 777	72 055	75 764	75 764	81 942	-6 178
Transferts courants	2 109	2 970	-862	2 319	3 376	-1 057
COMPTE DE CAPITAL	37	85	-48	29	113	-84
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-207			-1 911
Investissements directs ³⁾	-58 557	54 613	-3 944	-28 823	11 703	-17 120
Opérations en capital et bénéficiaires réinvestis	-31 549	44 032	12 484	-23 144	-51 384	-74 527
Autres opérations, Prêts intragroupes	-27 008	10 580	-16 428	-5 679	63 086	57 407
Investissements de portefeuille	-80 560	124 889	44 329	3 024	19 460	22 484
Titres de participation	-5 240	120 701	115 461	29 114	14 141	43 254
Titre de créance	-75 320	4 188	-71 131	-26 090	5 319	-20 771
Produits financiers dérivés			8 036			-1 999
Autres investissements	-87 502	38 869	-48 633	-45 205	40 164	-5 041
Avoirs de réserve			5			-233
ERREURS ET OMISSIONS			807			946

Sources: BCL/STATEC

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une entrée, un signe positif une diminution.

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

2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Comptes annuels

Selon la seconde estimation des comptes nationaux annuels, le PIB luxembourgeois affiche désormais une croissance annuelle de 5,2% pour 2007 mais il reste en perte de vitesse par rapport à l'année précédente (6,4% en 2006).

L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que la progression annuelle du PIB en 2007 a fléchi essentiellement du fait d'une moindre contribution du solde extérieur (2,7pp après 5,3pp en 2006), la demande intérieure ayant quant à elle affiché une hausse de sa part contributive à la croissance (2,5pp après 1,1pp en 2006). À l'aune de ces nouvelles estimations, c'est un ralentissement significatif de la progression des exportations nettes qui est à l'origine de la détérioration du PIB. Comme les taux de croissance des exportations et des importations en 2006 ont été particulièrement élevés par rapport aux années précédentes, leur décélération en 2007 constitue un retour à la normale. Plus en détail, les exportations de services se sont encore développées de manière relativement favorable (6,1% en 2007 après 16,5% en 2006), alors que les exportations de biens ont diminué (de 1,3% en 2007 après encore +8,6% en 2006) sous l'effet notamment du fort ralentissement de la demande internationale adressée au Luxembourg¹⁷ qui avait encore manifestée un dynamisme exceptionnel en 2006. Du côté des importations, la baisse des importations de biens (de 0,4% en 2007 après encore +6,7% en 2006) s'explique essentiellement par la baisse des importations de biens intermédiaires et des machines et équipements.

Par ailleurs, la contribution de la demande intérieure à la croissance s'est quant à elle renforcée en 2007. Le dynamisme de la formation brute de capital explique à lui seul ce raffermissement de la demande intérieure (+1,4pp contre une baisse de 0,3pp l'année précédente) à la faveur de bilans 2007 positifs au sein du secteur de la construction et de l'industrie qui a affiché des taux de progression relativement confortables de la valeur de la production et de son chiffre d'affaire. Soulignons que le renchérissement du coût du refinancement des banques, caractérisé par la forte hausse du taux euribor à trois mois au cours de l'année sous revue, a certes affecté les emprunts à taux variables consentis aux entreprises mais aucun rationnement de crédits consentis aux entreprises n'a été observé. Portée par une croissance soutenue du salaire réel dans un contexte de forte progression de l'emploi et de stabilisation du chômage en dépit du ralentissement de l'activité, la consommation privée a vu sa part contributive à la croissance du PIB quasiment inchangée (0,7pp contre 1,0pp en 2006). La croissance de la consommation publique s'est quant à elle quasiment stabilisée (ce qui l'amène à contribuer à hauteur de 0,4pp à la croissance du PIB en 2007).

Du côté des grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une intensification de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2007 (4,3% après 3,1% en 2006). Combiné à une chute brutale de la productivité, ceci s'est traduit par une accélération de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2007 (à 3,6% contre 0,4% l'année précédente). Dès lors, ces évolutions ont mécaniquement abouti à la confirmation que la marge de profit des entreprises a enregistré un recul bien plus important en 2007 que ne le décrivaient les premières estimations des comptes nationaux.

17 La demande internationale est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux du Luxembourg.

Tableau 25

Comptes nationaux annuels: Deuxième estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2007
(à l'erreur d'arrondi près)

	Taux de variation annuels d'octobre 2008					Révisions apportées à la croissance par rapport aux comptes nationaux d'avril					Contributions à la croissance réelle du PIB				
						2008									
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Consommation privée	-5,3	2,7	1,9	2,9	2,1	-6,3	0,6	-1,8	0,8	0,1	-2,2	1,0	0,7	1,0	0,7
Consommation publique	4,1	4,6	3,4	2,7	2,6	-0,3	-0,5	1,0	0,6	0,2	0,7	0,8	0,6	0,4	0,4
Formation brute de capital	8,8	3,2	11,2	-1,5	7,2	2,6	-1,0	3,9	0,8	-0,8	1,9	0,7	2,4	-0,3	1,4
Demande intérieure	0,4	3,2	5,0	1,4	3,8	-2,7	0,0	0,5	0,7	0,0	0,4	2,5	3,7	1,1	2,5
Importations	6,9	11,8	6,0	13,4	3,5	0,8	2,1	-0,1	6,2	-1,8	8,4	13,4	7,7	17,8	5,0
Exportations	6,8	11,2	6,0	14,6	4,4	1,8	1,4	-0,3	5,0	-1,1	9,6	15,3	9,1	23,2	7,7
Exportations nettes	5,9	7,8	6,2	22,4	9,8	8,1	-3,0	-1,1	-3,5	3,3	1,2	2,0	1,5	5,3	2,7
Produit intérieur brut	1,5	4,5	5,2	6,4	5,2	-0,6	-0,4	0,2	0,3	0,7					
Déflateur du PIB	6,0	1,9	4,5	5,4	1,7	1,0	0,2	0,2	-0,8	-0,5					
Emploi salarié	1,9	2,4	3,1	3,9	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3					
Emploi total	1,8	2,2	2,9	3,6	4,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2					
Rémunération moyenne par salarié	1,1	3,7	3,7	3,1	4,3	-1,1	-0,2	-0,2	-1,4	0,8					
Productivité du travail	-0,3	2,3	2,2	2,7	0,7	-0,5	-0,3	0,1	0,4	0,5					
Coût unitaire du travail	1,4	1,4	1,4	0,4	3,6	-0,5	0,1	-0,3	-1,8	0,3					
Marge de profit	4,6	0,5	3,0	5,0	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,0	-0,9					

Source: STATEC, calculs BCL

Comptes nationaux trimestriels

La première estimation des comptes trimestriels pour le 2^{ème} trimestre 2008 fait état d'un redressement du glissement annuel du PIB au second trimestre 2008. Celui-ci s'est établi à +2,8%, après +1,2% au premier trimestre 2008.

Notons que sur le passé récent, le glissement annuel du PIB a été sensiblement révisé par rapport à la version précédente des comptes trimestriels. La croissance a été ainsi revue à la baisse de 1,3 point à +1,2% pour le premier trimestre de l'année 2008. Concernant l'année 2007, on notera que si globalement la croissance en moyenne annuelle a été revue à la hausse (à +5,2%), il n'en reste pas moins que le profil trimestriel a changé. Désormais, le glissement annuel du PIB affiche un net ralentissement entre le troisième et le quatrième trimestre 2007, la croissance s'établissant à respectivement +4,8% et +3,6% pour ces trimestres (contre +3,4% au troisième et +3,5% au quatrième trimestre lors de la version précédente des comptes trimestriels).

Il apparaît que tous les secteurs ont bénéficié de ce rebond de l'activité au second trimestre 2008 à l'exception de l'« agriculture, chasse et pêche ».

Les composantes de la demande, pour leurs parts, affichent des évolutions contrastées. Alors que les dépenses en consommation (des ménages, des institutions sans but lucratif au service des ménages et des administrations publiques) ont accéléré, l'investissement a enregistré un repli – par rapport au même trimestre de l'année précédente – pour le deuxième trimestre consécutif. Enfin, la variation sur un an des exportations est restée stable tandis que celle des importations a sensiblement ralenti (voir tableau ci-dessous).

Tableau 26
Comptes nationaux trimestriels: PIB et valeur ajoutée par branche de production
(données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2007		2008		2007		2008	
	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim
PIB	0,6	0,9	0,1	1,1	4,8	3,6	1,2	2,8
Agriculture, chasse et pêche	-6,1	-2,7	4,1	-4,4	-4	-6,4	-9,7	-9,1
Industrie y compris énergie	-1	-1,4	0,5	5,1	-1,2	-2,9	-2	3
Construction	-3	2,3	-0,4	1,4	-0,2	0,2	-3,9	0,3
Commerce, transports et communications	1,4	2,5	0	2,1	7,9	8,6	2,8	6,2
Activités financières et services aux entreprises	1,2	-1,5	1,6	1,4	5,9	4,4	0,7	2,8
Autres activités de services	0,2	0,5	-0,4	1,4	1,9	2	0,4	1,7
Valeur ajoutée totale	1,1	0,7	-0,4	1,8	4,4	3,9	0,8	3,2

Source: STATEC

Tableau 27
Comptes nationaux trimestriels: PIB et composantes de la demande
(données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2007		2008		2007		2008	
	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim	3 ^e trim	4 ^e trim	1 ^{er} trim	2 ^e trim
PIB	0,6	0,9	0,1	1,1	4,8	3,6	1,2	2,8
Dépense de consommation finale des ménages et des institutions sans but lucratif au service des ménages	1,4	-0,1	0,5	1,4	2,8	1	1,3	3,2
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,7	-0,1	-1,1	1,3	3,1	1,4	0,2	0,8
Formation brute de capital fixe	-1,2	-4,1	-2,1	1,3	14,6	5,7	-2,8	-6
Exportations	2,8	1,9	-1,6	1,2	5	4,8	4,2	4,2
Importations	5,6	-0,1	-2,3	-1,3	6,8	2,3	3,1	1,7

Source: STATEC


2.11 LES PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2008¹⁸ et ont été élaborées dans un contexte qui s'annonçait difficile. L'amorce du ralentissement dans la zone euro, la volatilité sur les marchés financiers et la dégradation des résultats dans le secteur bancaire pesaient sur les activités de sorte que l'économie luxembourgeoise était partie pour une période prolongée de croissance modérée. Pour l'année entière, une hausse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de 2,9% à 3,5% était escomptée par la BCL. Le rebond en 2009, sur fond de la résilience de la zone euro, ainsi que la convergence vers la croissance potentielle en 2010, constituaient les autres bases de notre scénario. Ce profil de croissance, bien qu'en-dessous de la moyenne historique, était un scénario globalement favorable dans lequel notre économie était censée éviter les conséquences bien plus néfastes pouvant résulter des turbulences financières.

Évolutions récentes

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont présenté un bilan préliminaire mitigé. En octobre 2008, la croissance du PIB réel pour l'année 2007 a été estimée aux environs de 5,2%, soit 0,7pp de plus que les estimations antérieures et au-delà de la fourchette supérieure

18 Voir BCL, Rapport Annuel 2007, pp.98-103.



de nos projections d'il y a un an. Mais la dynamique des comptes nationaux trimestriels de 2007 a été revue, aboutissant en une constellation moins favorable pour la croissance moyenne en 2008. Au premier trimestre 2008, la croissance aurait aussi quasi-stagné, même si elle a été suivie d'un rebond. Désormais, l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2008, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, ne se chiffre plus qu'à 1,8%.

Pour le troisième trimestre, il se pourrait que la croissance trimestrielle soit restée positive. En effet, les résultats du compte de pertes et profits du secteur bancaire indiquent une progression annuelle de plus de 30% de la marge sur intérêts, alors que les revenus nets des commissions n'auraient que légèrement fléchi. La variation de la VNI du secteur des OPC a été de -4% sur base trimestrielle, bien que la tendance baissière se soit accélérée en septembre. L'effet surprise vient de l'emploi bancaire qui a progressé de 0,9%, témoignant d'une confiance robuste et apparemment inébranlable des employeurs.

Vers la mi-septembre en revanche, les turbulences financières ont muté en une crise bancaire et financière affectant toutes les régions du globe. La faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers a exposé les interdépendances du système financier et a provoqué un enchaînement de réactions qui se sont autoalimentées, résultant en des faillites d'autres institutions financières ainsi qu'en un plongeon des principaux indices boursiers. Cette panique a aussi eu des réverbérations sur les activités de la place financière au Luxembourg. Si trois banques islandaises sont sous sursis de paiement, la gravité de la crise ressort à travers les interventions sans précédent des pouvoirs publics pour empêcher le pire. Des prises de participations et des garanties étatiques ont été nécessaires afin d'assurer la continuité des opérations courantes de deux banques majeures susceptibles de succomber à une perte de confiance et à une ruée sur leurs dépôts.

En Europe, les plans de sauvetage des autorités ont mis l'accent sur la recapitalisation du secteur bancaire afin de rompre une spirale destructrice. Le secteur bancaire a notamment souffert des pertes directes sur ses actifs suite aux faillites d'autres institutions financières ainsi que des pertes latentes suite à l'effondrement des cours sur les marchés des actions, des obligations d'entreprise et des produits structurés. Vers la mi-novembre, l'éventualité d'une nouvelle faillite d'une institution financière à risque systémique commençait à s'écarter, permettant ainsi la possibilité d'une stabilisation graduelle de la situation. Cette situation est pourtant loin de se redresser car un ralentissement international est venu renforcer les problèmes de la sphère financière.

La crise, d'origine purement financière, s'est propagée au monde non-financier, et ceci par le biais de l'accroissement de l'incertitude. La volatilité record des marchés financiers et les doutes quant à la stabilité du système financier ont brouillé toutes perspectives à court terme, ce qui a sans doute engendré une réticence de consommation et d'investissement dans le chef du secteur non-financier, ceci aussi au regard de la diffusion au reste du monde de la faiblesse de l'économie américaine. Il en a résulté un assèchement abrupt et sans précédent des carnets de commandes pour l'industrie. Les indicateurs des enquêtes de conjoncture se sont effondrés à des niveaux jamais atteints auparavant. Face au recul de la demande, au Luxembourg, mais également en Europe, plusieurs entreprises de la sidérurgie et celles dépendantes de l'industrie automobile ont pris la décision exceptionnelle d'arrêter temporairement la production. Ainsi, il se peut qu'au quatrième trimestre 2008 la variation trimestrielle de la production industrielle et du PIB réel, soit fortement négative, aussi bien dans la zone euro qu'au Luxembourg.

Ces développements, à la fois rapides et importants, sont sans précédent depuis des décennies et ils ont invalidé toutes les prévisions antérieures. Une situation nouvelle se présente désormais.

Hypothèses techniques

Les projections macro-économiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projections commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers produits financiers au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à leur évolution future.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé baisser de 5,0% au troisième trimestre 2008 à 2,8% en moyenne en 2009 pour remonter à 3,2% en 2010. Les marchés financiers anticipent donc un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire de l'Eurosystème ainsi qu'une résorption du différentiel entre le taux du marché et le taux de refinancement principal des opérations monétaires. Suite aux deux baisses de 50 points de base opérées en début des mois d'octobre et de novembre, celui-ci se situe actuellement à 3,25%. La prime de risque, qui demeure très élevée malgré les nombreuses injections de liquidité par l'Eurosystème, est un signe des tensions persistantes dans le marché interbancaire. Elle reflète la méfiance des banques commerciales à se prêter mutuellement des liquidités pour cause d'un risque de crédit jugé trop élevé. La résorption anticipée du différentiel indiquerait une dissipation des tensions. Si les taux courts sont donc orientés à la baisse, tel n'est pas le cas pour les taux longs. Le taux d'intérêt à 10 ans augmenterait en moyenne de 4,3% en 2007 à 4,7% en 2010, un scénario largement inchangé par rapport à l'exercice de juin. Conjointement avec la baisse des taux courts, il en résulterait donc une pentification et une normalisation de la courbe des taux. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, ont connu une chute dont l'ampleur s'approche de celle observée sur la période 2001-2003, mais ceci en un laps de temps beaucoup plus court. Après avoir chuté de presque 40% par rapport à juin et de 45% par rapport à leurs sommets au deuxième trimestre 2007, ils sont censés se stabiliser aux niveaux dernièrement observés. Depuis juin, l'euro s'est déprécié de 17% par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,27\$/€, poussant le taux de change effectif de l'euro aussi à la baisse, à concurrence de 1,6% par rapport à 2007 et de 8% par rapport à l'exercice précédent. Un corollaire du ralentissement international est la forte chute du prix du pétrole. Celui-ci a baissé de ses sommets de 147\$/bl en juillet à moins de 60\$/bl en novembre, mais il remonterait selon les marchés des futures à plus de 70\$/bl en 2010, donc à peu près au niveau moyen observé en 2007.

Dans leur ensemble et toutes choses égales par ailleurs, les ajustements opérés sur les hypothèses techniques, hormis sur les indices boursiers, plaideraient pour une nette amélioration des perspectives de croissance. Néanmoins, le scénario international, tel qu'il prévalait en juin 2008 dans les projections macroéconomiques des institutions internationales, a considérablement changé. Son impact négatif sur les projections du Luxembourg l'emporte aussi largement sur l'amélioration issue des variables techniques.

Environnement international

Au fur et à mesure que les institutions internationales publiaient leurs projections, elles révisaient à la baisse les estimations pour 2009 (voir aussi sous 1.8). Mi-novembre, le FMI a publié une mise à jour ad hoc de ses projections publiées en octobre. Il prévoit désormais une croissance du PIB mondial de 2,2% en 2009, ce qui serait l'expansion la plus faible depuis 2001 et en baisse de 1,6pp par rapport aux hypothèses de printemps. Ces projections sont proches de celles de la Commission européenne, qui, en plus, prévoit un rebond fort timide: Avec 3,2% en 2010, la croissance demeurerait inférieure à la progression des années 2007 et 2008. Si l'ampleur et la durée du ralentissement sont exceptionnelles, telle est aussi son étendue géographique. Le ralentissement n'est donc pas seulement limité aux États-Unis, pays où les turbulences ont commencé en 2007, mais il englobe désormais l'Europe, et il est en train de se propager aux économies émergentes.

Tableau 28

Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels)¹⁹

	2007	2008	2009	2010
Commerce mondial (CE)	6,7 [-0,1]	5,0 [-1,2]	2,2 [-3,6]	4,1
PIB mondial (FMI)	5,0 (-)	3,7 (-)	2,2 [-1,6]	-
PIB mondial (CE)	5,0 [+0,4]	3,7 [-0,1]	2,3 [-1,3]	3,2
PIB zone euro (FMI)	2,6 (-)	1,2 [-0,2]	-0,5 [-1,7]	-
PIB zone euro (CE)	2,6 [+0,1]	1,2 [-0,6]	0,1 [-1,5]	0,9
PIB zone euro (Eurosystème)	2,7	0,8 - 1,2	-1,0 - 0,0	0,5 - 1,5
Demande internationale adressée au Luxembourg	5,3 [+0,6]	2,9 [-1,4]	0,3 [-3,1]	3,8 [-1,7]
Prix du pétrole en \$/bl ²⁰	73	100 [-17]	67 [-59]	77 [-49]
Taux de change \$/€ ²¹	1,37	1,46 [-0,1]	1,27 [-0,3]	1,27 [-0,3]
Taux d'intérêt à 3 mois	4,3	4,7 [-0,3]	2,8 [-1,5]	3,2 [-1,0]
Taux d'intérêt à 10 ans	4,3	4,4 (-)	4,5 [-0,1]	4,7 (-)
Eurostoxx	416	316 [-14]	234 [-38]	233 [-38]

Source: Banque centrale européenne, Commission européenne

La zone euro a connu une croissance robuste au début de l'année 2008, mais la baisse entamée au deuxième trimestre, considérée d'abord comme une correction technique, s'est transformée en une récession technique avec une contraction supplémentaire de 0,2% au troisième trimestre. Ce scénario s'est vraisemblablement encore nettement accentué à la fin de l'année. Ainsi, pour 2008 en moyenne, la croissance ne devrait guère s'afficher au-delà de 1,2%. Pour 2009, la plupart des estimations, hormis celles de la Commission européenne, tablent sur une variation négative en moyenne, soit la première contraction depuis la création de la monnaie unique ; de plus il s'agirait de la dégradation cyclique la plus sévère depuis la récession de 1993. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de décembre 2008, et partant d'une valeur de 2,6% en 2007, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette entre 0,8% et 1,2% en 2008, pour s'établir entre respectivement -1,0% et 0,0% en 2009. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été revues à la baisse. En ce qui concerne 2010, les institutions s'accordent aussi sur un rebond timide, prolongeant ainsi la phase de faible croissance. Elle ne serait que de l'ordre de 0,9% selon la Commission européenne et se situerait entre 0,5% et 1,5% selon l'Eurosystème.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui avait déjà fortement ralenti en 2007 par rapport au pic cyclique de 2006, décélérerait davantage, ceci aussi bien en 2008 qu'en 2009, pour ensuite rebondir en 2010. À l'instar du scénario mondial et européen, ces hypothèses ont été fortement ajustées à la baisse et ceci pour trois années consécutives. La quasi-stagnation en 2009, à un niveau qui n'a plus été observé depuis plus d'une décennie, ainsi que le rebond timide en 2010 sont le reflet direct de l'ampleur et de la durée du ralentissement international tel que projeté.

Projections du PIB réel et de ses composantes

Sur base d'une part des estimations de croissance révisées pour 2007 et de l'évolution conjoncturelle récente, et, d'autre part, du scénario macroéconomique mondial et pour la zone euro, la croissance économique devrait ralentir davantage au Luxembourg en 2008. Ce scénario demeure donc inchangé par rapport à l'exercice de juin. Par contre, le ralentissement prévu serait plus prononcé dans le contexte des développements récents et de la crise financière qui a émergé à partir de mi-septembre. Les projections

19 Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2008, en points de pourcentage.

20 Révisions en \$/bl.

21 Révisions en \$/€.

de croissance pour l'année 2008 s'établissent désormais dans une fourchette allant de 1,8% à 2,4%, soit un rythme nettement en-dessous de la moyenne historique. Cette performance serait aussi inférieure à celle observée lors de l'entame du ralentissement économique en 2001.

En ce qui concerne 2009, contrairement à l'exercice précédent, un rebond semble désormais exclu. La croissance s'effondrerait davantage atteignant des niveaux qui n'ont plus été observés depuis le début des années 80. Les projections actuelles tablent sur une croissance entre -0,5% et 0,5%, n'excluant donc ni une légère progression, ni une contraction du PIB réel. Cette performance serait inférieure au creux du début de la décennie, tel que recensé dans les comptes nationaux, en l'occurrence 1,5% en 2003, et également inférieure à la progression observée lors de la récession précédente en Europe. Ce scénario repose sur une stagnation de l'activité économique en début de l'année 2009, avec un rebond fort graduel par la suite. Pour l'année 2010, la croissance est estimée entre 2,3% et 3,9%, donc en-dessous de la moyenne historique, mais en ligne avec le rétablissement timide anticipé par les institutions internationales pour l'économie mondiale et européenne en particulier.

La nature du choc est multiple et risque de peser lourdement en raison de la structure de l'économie luxembourgeoise. Ayant ses origines dans le secteur financier, pilier de l'économie luxembourgeoise, il s'est déjà diffusé au secteur manufacturier. Dans l'industrie, la branche à requérir vraisemblablement l'ajustement le plus sévère de production est également la branche dominante, à savoir la sidérurgie. Les effets indirects sur les secteurs dépendants, tels que le transport et les services aux entreprises, ne tarderont pas à se manifester suite au ralentissement des affaires et au processus de maîtrise des frais d'exploitation dans le secteur financier. Même les secteurs purement domestiques ne semblent pas à l'abri. Le commerce sera affecté par une consommation privée peu dynamique et la construction subira les retombées d'un marché de l'emploi qui se détériore.

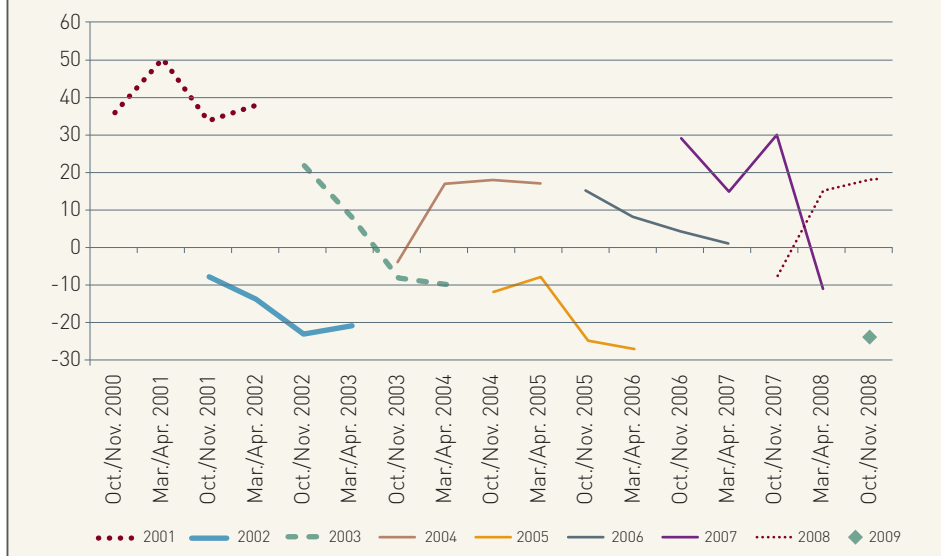
En ce qui concerne l'optique dépenses du PIB, le déclin de la dynamique de croissance en 2009 se manifesterait également à travers plusieurs composantes. Pour une petite économie ouverte, le canal dominant est constitué par l'impact du ralentissement international sur ses exportations. Celui-ci englobe les répercussions de la crise financière au niveau international. Au Luxembourg, ce canal sera renforcé du fait que les exportations de services, dont surtout les services financiers, comptent pour environ deux-tiers des exportations totales et seront donc particulièrement affectées par la chute des marchés boursiers.

Le manque d'impulsion externe se répercuterait négativement sur la demande domestique. Si les dépenses publiques, aussi bien la consommation que l'investissement, seraient encore en expansion en 2009, tel ne sera pas le cas pour l'investissement privé et vraisemblablement aussi pour la consommation privée.

Début de l'année 2008, le secteur manufacturier était encore optimiste et prévoyait d'augmenter ses dépenses d'investissement pour l'année en cours, une révision à la hausse par rapport à la baisse anticipée à la fin de l'année 2007 (voir graphique 26). L'évolution passée des profits était excellente, et le secteur non-financier ne se caractérise guère par des déséquilibres bilanciaires majeurs tels qu'un surendettement. Désormais, la situation a changé et les industriels comptent baisser leurs investissements de plus de 20% en 2009 par rapport à 2008. Une production qui tourne au ralenti libère des capacités de production et ne crée donc pas de nouveaux besoins en équipement. De même, la dégradation des perspectives en matière de débouchés favorise le report de nouveaux projets à des dates plus propices pour assurer leur rentabilité.

Le renchérissement du coût du refinancement des banques, caractérisé par la forte hausse du taux Euribor à 3 mois, a déjà affecté les taux d'intérêt sur les emprunts consentis aux entreprises (voir sous 2.7.4). En effet, contrairement aux crédits immobiliers au Luxembourg, le taux Euribor à 3 mois est souvent utilisé comme taux de référence pour les prêts à taux variables consentis aux entreprises. Si l'assouplissement de la politique monétaire va renverser cette tendance, l'impact sur les taux d'intérêt pratiqués par les banques risque néanmoins d'être partiellement enrayé par les développements sur le marché du crédit, à savoir

Graphique 26
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)²²



Source: Commission européenne

flation, l'évolution du marché de l'emploi ne lui sera guère favorable. La progression du salaire moyen réel serait fort timide, et l'emploi pourrait dorénavant stagner. De plus, dans un climat actuel d'incertitude, les ménages risquent d'adopter un comportement de consommation plus prudent en faveur d'une augmentation de l'épargne. La confiance des consommateurs, telle qu'elle ressort des enquêtes de conjoncture, se situe en effet à un niveau historiquement bas.

Marché de l'emploi et coûts salariaux

L'emploi salarié a connu une évolution étonnamment dynamique jusqu'au premier semestre 2008. Par contre, cette tendance est sur le point de s'inverser. Certes, la part des profits dans le PIB se situe à un niveau historiquement élevé, ce qui aidera à amortir le choc de la stagnation économique et à éviter un ajustement plus sévère de l'emploi. Cependant l'emploi intérimaire a déjà subi une correction à la baisse ; ensuite, les offres d'emplois telles que recensées par l'ADEM ont fortement diminué ; et finalement, les demandes de « chômage partiel » par les entreprises ont atteint un niveau record. Les projections tablent donc sur une stagnation de l'emploi à partir de la fin de l'année 2008 jusqu'en 2009, ce qui aboutirait en une croissance de 0,9% en 2009, du fait d'un acquis de croissance, avec une légère accélération en 2010. La réaction du marché de l'emploi serait donc abrupte et la plus sévère observée depuis la compilation des comptes nationaux trimestriels. Même si une vague de licenciements n'est guère envisagée, le scénario n'exclut pas des ajustements sectoriels. Tel pourra être le cas dans le secteur bancaire à la suite de fusions, de restructurations et de cessations d'activités. Pour rappel, lors de la période de 2001-2003, l'emploi bancaire avait baissé de 6% sur une période de 9 trimestres. Dans l'industrie, les entreprises ont déjà recours à des mesures flexibles voire à des réductions volontaires d'emploi afin de pallier les arrêts temporaires de la production. En revanche, si l'ampleur du ralentissement dans l'industrie subsiste, les pertes d'emploi seront plus conséquentes.

²² 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 calcule 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 telles que recensées en A+1.

une augmentation des primes de risque. Outre les conditions sur les taux facturés, les banques adoptent une politique beaucoup plus prudente en matière d'allocation des crédits, via un resserrement des conditions d'attribution (voir sous 2.7.5). Ce comportement plus vigilant est en phase avec le cycle, et bien que ne constituant pas un rationnement explicite du crédit, il va aussi peser sur la dynamique d'investissement.

Bien que constituant un facteur de croissance moins important compte-tenu de l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, la consommation privée ne serait guère dynamique dans le futur proche. Si le revenu disponible réel des ménages est en hausse grâce à des mesures fiscales (voir sous 2.12.2) et bénéficie du ralentissement de l'in-

Le taux de chômage progresserait par conséquent sur les deux années à venir après une stabilisation à 4,4% en 2008. L'ampleur de sa dégradation dépendra de plusieurs facteurs. Les non-résidents comptent désormais pour à peu près 41% de l'emploi total. Le recours croissant par les autorités à des stabilisateurs automatiques, telles que les mesures pour l'emploi, semble aussi probable. Son effet sur les statistiques serait ambigu: les mesures ne feraient vraisemblablement ni baisser l'emploi, ni augmenter le taux chômage au sens restreint.

Cette réaction de la composante «volume» du marché du travail se fera conjointement à celle du niveau du coût du travail, c'est-à-dire les salaires. Tel que cela a été le cas en 2003, le coût salarial nominal moyen n'augmenterait que faiblement en 2009. En effet, face au recul des revenus, les entreprises auront recours à des mesures leur permettant de réduire le coût salarial: Cet ajustement est souvent opéré à travers une réduction des primes et des gratifications. Le rebond du coût salarial moyen en 2010 ne serait pas prononcé du fait d'un marché de l'emploi encore peu dynamique. La révision par rapport à l'exercice précédent serait par conséquent non-négligeable. Elle résulterait en grande partie des révisions des projections d'inflation et d'un abaissement considérable de la contribution de l'échelle mobile des salaires à la progression des salaires nominaux. Si, en juin, deux hausses automatiques des salaires de 2,5%, en janvier et vers la mi-2010 étaient projetées, le recul de l'inflation les ramènerait à un seul ajustement. Celui-ci est prévu pour mars 2010, sous l'hypothèse d'une réintroduction du mécanisme d'indexation tel qu'il prévalait avant l'accord de la Tripartite de 2006.

Tableau 29

Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2008

(en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)

	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
PIB réel	5,2	1,8 - 2,4	-0,5 - 0,5	2,3 - 3,9	-1,2	-4,0	-1,3
IPCH	2,7	4,2	1,0	2,4	-0,3	-1,7	-
IPCH énergie	2,7	13,0	-7,9	4,2	-3,9	-11,6	4,2
IPCH excluant l'énergie	2,7	3,0	2,3	2,2	0,1	-0,3	-0,6
IPCN	2,3	3,5	1,1	1,8	-0,2	-1,2	-0,3
IPCN excluant l'énergie	2,3	2,5	1,9	1,7	0,1	-0,3	-0,7
Échelle mobile des salaires	2,3	2,1	2,5	2,5	-	-	-1,7
Coût salarial moyen	4,3	2,8	1,3	3,2	-0,6	-2,4	-1,5
Emploi salarié	4,7	4,8	0,9	1,1	1,7	-1,7	-1,7
Taux de chômage	4,4	4,4	5,1	5,5	-	0,5	0,9

Source: BCL

Prix à la consommation

Les perspectives pour l'évolution de l'inflation se sont nettement améliorées sous l'effet conjoint de plusieurs facteurs: la forte baisse du prix du pétrole entraînerait d'abord une variation négative de l'IPC énergie en 2009, réduisant la progression de l'IPCN de l'ordre de 0,6pp; cette détente aurait ultérieurement des répercussions favorables sur l'IPC à l'exclusion de l'énergie à travers les effets indirects, c'est-à-dire une modération des coûts de production. Les coûts salariaux se modéreraient en parallèle sous l'impact de la faiblesse du marché de l'emploi et l'inflation importée baisserait également en 2009. Ainsi, à partir des niveaux très élevés en 2008, l'inflation globale au Luxembourg reculerait fortement en 2009, pour rebondir par la suite. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH fléchiraient de respectivement 2,4pp et 3,2pp en 2009, pour atteindre respectivement 1,1% et 1,0% (voir aussi les projections d'inflation sous 2.1.1). La remontée en 2010 est essentiellement liée à la composante énergie. Le prix du pétrole est en effet censé s'accélérer à nouveau et de ce fait les effets de base ne seraient plus favorables. Par contre, dans le contexte de la faiblesse prolongée de l'activité économique, l'inflation à l'exclusion de l'énergie pourrait connaître une détente supplémentaire.

Analyse des risques

L'indicateur d'activité développé par la BCL repose sur un modèle à facteurs dynamiques généralisé²³. Sur la base des informations disponibles au 28 novembre 2008, l'indicateur suggère que la croissance au Luxembourg devrait faire preuve de résistance au troisième trimestre. Au quatrième trimestre 2008, le glissement annuel du PIB devrait s'inscrire en retrait. Au final, l'indicateur d'activité indique que la croissance du PIB en moyenne

annuelle pour l'année 2008 s'établirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 3,2%. Les projections macro-économiques de décembre 2008 sont donc globalement en adéquation avec les prévisions effectuées à l'aide de l'indicateur, même si l'indicateur d'activité conduirait à ce stade à privilégier la fourchette haute des projections macroéconomiques.

2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

2.12.1 Projet de budget 2009

Le gouvernement a présenté le projet de budget concernant l'année 2009 à la Chambre des Députés le premier octobre 2008. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clés de ce projet où, conformément à la comptabilité

luxembourgeoise traditionnelle, les fonds spéciaux et certains établissements publics sont abordés sous l'angle des dotations qu'ils perçoivent de l'État et non eu égard au niveau effectif de leur dépenses.

Tableau 30

Projet de budget 2009 de l'État central⁽¹⁾ (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte provisoire 2007	Budget définitif 2008	Projet de budget 2009	Croissance nominale 2009/2008	Croissance nominale 2009/2007
Recettes	8 735,70	8 438,00	9 056,90	7,3%	3,7%
Recettes courantes	8 657,20	8 355,40	8 968,70	7,3%	3,6%
Recettes en capital	78,6	82,6	88,2	6,8%	12,2%
Dépenses	8 734,20	8 458,50	9 043,80	6,9%	3,5%
Dépenses courantes	7 289,60	7 631,30	8 107,10	6,2%	11,2%
Dépenses en capital	1 444,60	827,2	936,6	13,2%	-35,2%
Solde	1,6	-20,5	13,2	—	—
Dont solde courant	1 367,60	724,10	861,60	—	—
Dont solde en capital	-1 366,00	-744,60	-848,40	—	—

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009, Ministère des Finances.*

¹⁾ Selon la Comptabilité de l'État Luxembourgeois (au sens strict).

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, les dépenses de l'État central au sens strict progresseraient de 6,9% en 2009, ce qui constituerait une décélération par rapport à l'évolution moyenne des dépenses observées

²³ La méthodologie et l'indicateur d'activité ont été présentés dans le Bulletin 2007/2 de la BCL et le Cahier d'études n°31. Cette approche nous permet de résumer, à des fins d'analyses conjoncturelles, l'information contenue dans 103 séries économiques et financières ; et, de produire à fréquence mensuelle des prévisions de croissance du PIB à un horizon de deux trimestres.

ces vingt dernières années, mais tout de même une accélération par rapport aux deux dernières années. Les recettes augmenteraient davantage que les dépenses, de sorte que le solde de l'État central au sens strict passerait d'un déficit de 20,5 millions d'euros en 2008 à un léger excédent de quelque 13 millions l'année suivante. Ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec une certaine prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extra-budgétaires en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds. De surcroît, la base de comparaison, à savoir le budget 2008, est en effet inappropriée car les réalisations budgétaires affichent habituellement une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. C'est la raison pour laquelle la BCL privilégie l'examen des évolutions sur deux ans, en l'occurrence de 2007 à 2009. Les données du projet de budget 2009 comparées à celles de 2007, qui sont en effet issues d'un compte provisoire, constituent un ancrage de comparaison raisonnablement stable.

Le tableau suivant pallie ces deux inconvénients en incorporant explicitement les programmes de dépense des fonds spéciaux et en évaluant l'évolution des chiffres-clefs à l'aune du compte provisoire 2007, sur une période de deux ans.

Sur la période 2007-2009, soit en deux ans, les dépenses totales de l'État central ne progresseraient que de 3,5% selon la présentation traditionnelle. Une telle augmentation serait inférieure à l'inflation anticipée sur l'horizon précité de deux ans, de sorte que les dépenses diminueraient en termes réels. Jusqu'à présent, la BCL affinaît les dépenses reprises au tableau précédent, en prenant en considération les dépenses programmées des fonds spéciaux et de certains établissements publics en lieu et place des dotations de l'État central à ces fonds et établissements, ce qui constitue un des principaux apports de la comptabilité européenne SEC 95.

Cette année, pour la première fois, le gouvernement a présenté simultanément les trois volumes du projet de budget 2009, à savoir le projet de budget proprement dit (volume I), le volume II renfermant le programme pluriannuel des dépenses en capital, et le volume III qui se rapporte au cadre européen de la politique budgétaire. Cette présentation simultanée sous la forme d'un triptyque avait au demeurant été recommandée par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2008. Si à première vue il semble peu utile de passer par toutes les étapes de la présentation traditionnelle vers une version consolidée du budget de l'État, il reste tout de même important d'exécuter cet exercice. Celui-ci permet de poursuivre une analyse cohérente de l'évolution réelle des dépenses, et facilite l'interprétation globale des finances publiques.

Le tableau qui suit offre un aperçu des chiffres-clefs relatifs à une version simplifiée du compte SEC 95.

Tableau 31

Version consolidée des opérations budgétaires de l'État central (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	2007	2009	Croissance 2007-09
DÉPENSES			
Dépenses de l'État figurant au projet de budget 2009	8 650,7	8 984,6	
Transferts de l'État aux fonds (-)	-2 124,7	-1 684,2	
Dépenses programmées des fonds (voir annexe)	2 415,2	2 934,8	
Dépenses des établissements publics / fondations	269,0	355,8	
Dépenses totales de l'État consolidé (= 1.+2.+3.+4.)	9 210,1	10 591,0	+15,0
RECETTES			
Recettes budget	8 815,8	9 056,9	
Recettes des fonds	413,5	465,8	
Recettes des établissements publics / fondations	150,9	167,5	
Autres recettes	118,1	188,0	
Recettes totales de l'État consolidé (= 1.+2.+3.+4.)	9 498,3	9 878,2	+4,1
SOLDE TOTAL DE L'ÉTAT CONSOLIDÉ	288	-713	
<i>Solde de l'État consolidé en % du PIB</i>	<i>+0,8</i>	<i>-1,8</i>	

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009, Ministère des Finances, calculs de la BCL*

Note : Les résultats repris au tableau partent de l'hypothèse que les dépenses programmées pour 2009 du Fonds pour l'emploi, du Fonds des pensions, du Fonds Communal de Dotation Financière, des Fonds d'investissement et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2008. Il est en revanche supposé que les dépenses des autres fonds seront exécutées à raison de 85% en 2009. En outre, les dépenses en capital des fonds figurant au tableau ont été ajustées afin de prendre en compte l'estimation par la BCL de l'incidence sur les investissements effectués par le truchement du Fonds de garantie de la décision d'Eurostat de février 2004 relative aux partenariats public-privé. Les dépenses de l'État central au sens strict relatives à 2007 diffèrent des chiffres correspondants du tableau 1, car les dépenses en capital ont été corrigées afin d'apurer l'incidence de la dotation d'un montant total de 28,55 millions d'octroi de crédit aux et participations dans les entreprises et institutions financières ainsi que celles à l'étranger, et des amortissements exceptionnels de 55 millions de la dette publique. Tandis que pour 2009, ces corrections s'élèvent à 14,1 millions d'euros pour la dotation, et 45 millions pour la dette publique.

Le tableau en-dessus indique qu'en 2009 les dépenses programmées des fonds spéciaux et assimilés seraient pratiquement deux fois plus élevées que les dotations de l'État central au sens strict en faveur de ces mêmes fonds.

Selon le projet de budget, les dépenses totales de l'État central au sens strict ne progresseraient que de 3,5% sur la période 2007-2009, du moins après apurement des deux transactions exceptionnelles²⁴. Les dépenses totales de l'État consolidé s'accroîtraient quant à elles de 15% sur la même période de deux ans – soit environ 7,5% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et de certains établissements publics. Le taux de croissance de 15% reste tout de même inférieur de 3,5% au taux de croissance qui est estimé dans le troisième volume de projet du budget (18,5%), et ceci pour deux raisons principales. Premièrement, les dépenses programmées des fonds de la BCL sont inférieures aux dépenses présentées dans le volume III étant donné qu'on suppose que le Fonds pour l'emploi, le Fonds des pensions, le FCDF et les fonds d'investissement, seront intégralement mis en œuvre, tandis que les dépenses des autres fonds, telles qu'elles sont planifiées pour 2009 dans les annexes de projet de budget, ne sont censées être exécutées qu'à raison de 85%. Deuxièmement, les dépenses des établissements publics / fondations ne sont pas assez détaillées dans le projet de budget, ce qui implique que les calculs propres de la BCL n'en intègrent qu'une partie minime voire nulle. Le volume III présente un chiffre global de dépenses de ces établissements, mais celui-ci semble être tout de même surestimé. La BCL déplore que davantage de ventilation de ces dépenses ne soit indiquée. En effet, la BCL suppose que les dépenses de ces établissements publics croissent au rythme de 15% par an entre 2007 et 2009. Ces dépenses représentent environ 3% des dépenses totales en 2007, et quelque 3,5% en 2009. Plus d'informations à propos de ces dépenses, qui ont plutôt tendance à augmenter, seraient nécessaires. Finalement, la différence restante est à attribuer à certains petits postes non intégrés par manque d'informations assez détaillées.

²⁴ En 2007, les dépenses en capital ont été corrigées afin d'apurer l'incidence de la dotation d'un montant total de 28,55 millions d'octroi de crédit aux et participations dans les entreprises et institutions financières ainsi que celles à l'étranger, et des amortissements exceptionnels de 55 millions de la dette publique. En 2009, ces corrections s'élèvent à 14,1 millions pour le premier et 45 millions pour la dette publique.

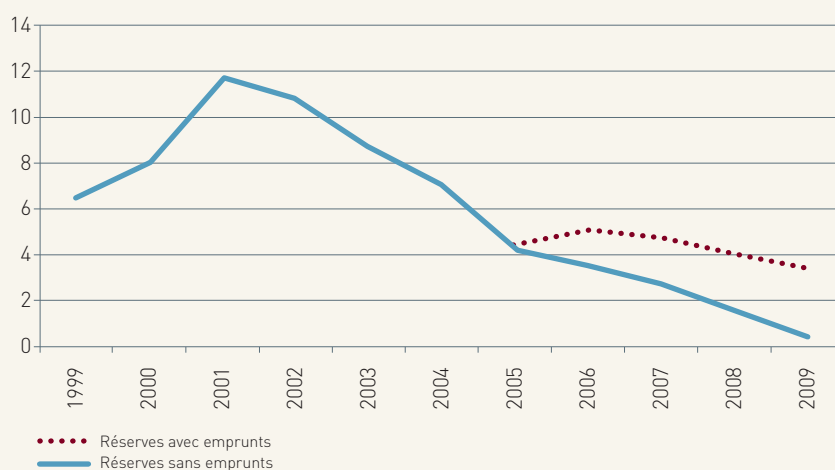
Quant aux recettes de l'État, reprises au tableau 31, leur progression est nettement inférieure aux dépenses pour la même période. Il est tout de même d'un intérêt limité de comparer les recettes présentées dans le tableau ci-dessus étape par étape avec celles présentées dans le volume III du projet de budget, ceci pour deux raisons. Premièrement, la BCL ne dispose pas d'assez de ventilation par rapport à certaines recettes. Et deuxièmement, l'objectif de la BCL n'est pas de reconstituer le compte SEC 95, mais bien d'appréhender l'évolution des recettes. Le tableau 31 ne vise qu'à combler une source d'écart entre l'optique SEC 95 et la comptabilité traditionnelle luxembourgeoise, soit le traitement des fonds spéciaux. Le volume III se veut quant à lui plus exhaustif, puisqu'il s'attache à décrire et à évaluer d'autres sources d'écarts, par exemple le traitement des fondations ou services de l'État à gestion séparée, les prises de participations, la comptabilisation des transferts à l'Union Européenne et des transferts UEBL ou encore le mode de comptabilisation de recettes qui est également différent. Le tableau 31 est en effet construit en reprenant telles quelles les estimations de recettes de l'État central et des fonds reprises au projet de budget, en y ajoutant une partie des « autres recettes » présentées dans le volume III. Or ces estimations paraissent assez optimistes à l'aube des projections des recettes de la BCL.

Du fait de l'écart persistant entre d'une part des dotations de l'État aux fonds et d'autre part des dépenses programmées de ces derniers, l'État central consolidé affiche un déficit significatif tandis que l'État central au sens strict affiche même un léger surplus. Le déficit de 1,8% du PIB qu'affiche l'État central consolidé est en ligne avec le déficit présenté dans le volume III dévolu à la présentation SEC 95 du projet, mais bien inférieur à celui estimé par la BCL (voir ci-dessous).

En ce qui concerne les actifs des fonds spéciaux, le graphique suivant illustre que les réserves des fonds spéciaux affichent un déclin continu depuis 2001, et ceci en raison de recettes de ces fonds structurellement et significativement inférieures à leurs dépenses. Néanmoins, au vu des données brutes, cette tendance aurait été enrayée en 2006 étant donné que les actifs des fonds spéciaux s'étaient établis à 5,1% du PIB au 31 décembre 2006 comparé aux 4,4% du PIB un an plus tôt. Cette amélioration est cependant le résultat de l'affectation aux fonds du produit d'emprunts (emprunts accordés en faveur du Fonds des routes et du Fonds du rail) et de l'octroi à ces fonds de dotations budgétaires supplémentaires.

Lorsque ces emprunts, qui ne constituent bien évidemment pas des recettes au sens propre du terme, ne sont pas pris en compte, les réserves des fonds spéciaux affichent un déclin continu, et s'établissent à 1,6% du PIB en 2008 et à seulement 0,4% du PIB en 2009. On peut en conclure, que les fonds sont toujours structurellement en déficit, de sorte que leurs actifs resteront tributaires de l'affectation d'emprunts. Sans ces emprunts, les réserves des fonds spéciaux seraient quasi inexistantes²⁵.

Graphique 28
Évolution des réserves des fonds spéciaux (% du PIB)



Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009, Ministère des Finances, calculs BCL.*

Note: 2008: estimations de la BCL
2009: projections de la BCL

25 Ces estimations sont conditionnelles à l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépense des fonds. Pour rappel, il est supposé que ces programmes seront intégralement mis en œuvre en ce qui concerne le Fonds pour l'emploi, le Fonds des pensions, le FCDF et les fonds d'investissement, tandis que les dépenses des autres fonds sont censées n'être exécutées qu'à raison de 85% en 2009.

2.12.2 Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL

De la confrontation des dépenses aux recettes des administrations publiques découlent les soldes figurant au tableau suivant, qui sont estimés en conformité avec le scénario macro-économique sous-jacent (voir section précédente)²⁶.

Tableau 32

La situation des finances publiques luxembourgeoises: projections d'automne de la BCL (Novembre 2008)
(en % du PIB)

	2005	2006	2007	2008 ^e	2009 ^p	2010 ^p
Ensemble des administrations publiques						
Recettes totales	41,61	40,08	41,19	41,54	40,20	39,58
Dépenses totales	41,71	38,80	37,97	40,25	42,15	42,34
Déficit (-) ou surplus (+)	-0,1	1,3	3,2	1,3	-1,9	-2,8
Solde apuré de la conjoncture	0,3	1,2	2,7	0,8	-1,7	-2,3
Soldes effectifs des sous-secteurs						
Administration centrale	-1,3	-0,7	0,8	-1,0	-3,6	-4,2
Administrations locales	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Sécurité sociale	1,5	1,8	2,4	2,4	1,8	1,7

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

e: estimations;
p: projections.

Le surplus de l'ensemble des administrations publiques s'est monté à 3,2% du PIB *en 2007* à la faveur notamment de la conjoncture économique extrêmement favorable, d'une excellente performance du secteur financier ainsi que de la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. L'impact positif est particulièrement bien ressorti sur les cotisations sociales et sur l'impôt sur les traitements et salaires, grâce à l'importante hausse de la masse salariale. S'y ajoutaient des niveaux de recettes extrêmement élevés en provenance de la taxe sur la valeur ajoutée et de la taxe d'abonnement sur les titres de société.

Par contre, *l'année 2008* se caractériserait par un coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le surplus des administrations publiques devrait se détériorer, pour se chiffrer à 1,3% du PIB en 2008 comparé à 3,2% en 2007, sous l'effet déterminant des mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2008²⁷, mais également suite aux turbulences importantes sur les marchés financiers engendrant un ralentissement de la conjoncture économique. Ces turbulences financières auraient un impact négatif direct sur certaines recettes, entre autres la « taxe d'abonnement ». La sécurité sociale resterait traditionnellement excédentaire et compenserait le déficit de l'Administration centrale.

À ce stade, il est important de signaler que sur l'horizon 2008-2010, la BCL procède à des estimations propres de recettes, en conformité avec le scénario macro-économique sous-jacent (voir section précédente). Certains postes de dépenses font également l'objet de projections spécifiques, à savoir essentiellement la rémunération des agents publics, les transferts aux pouvoirs locaux et aux administrations de sécurité sociale et le Fonds pour l'emploi. Les estimations de la BCL relatives à ces catégories de dépenses s'écartent peu de celles figurant au projet de budget 2009. La seule différence significative se rapporte aux transferts aux administrations de sécurité sociale, avec à la clef des transferts supérieurs aux estimations officielles à raison de 110 millions d'euros dans les projections de la BCL. Les 110 millions sont calculés sur la

²⁶ Les projections de croissance du PIB réel font état d'un ralentissement marqué en 2008 à environ 2% après 5,2% en 2007. Pour l'année 2009, la croissance devrait atteindre un minimum absolu depuis le début des années 80, en s'établissant autour de zéro. La reprise que les projections de la BCL anticipent pour 2010 ne sera que graduelle. Le ralentissement de la croissance du PIB s'accompagnera d'une stagnation de l'emploi total, alors que les ajustements sectoriels ne sont pas à exclure. L'emploi total devrait progresser de 4,8% en 2008, avant de ralentir fortement en 2009, pour ne progresser que d'environ 1%.

²⁷ Pour 2008, il s'agit de: l'instauration d'un bonus pour enfants; de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires; et de la diminution de 1% à 0,5% du taux du droit d'appart.

période 2007-2009, soit sur deux ans. Ceci implique que les projections de la BCL pour 2009 sont calculées sur base de ses propres estimations des transferts de l'État vers la sécurité sociale pour 2008. La grande partie de cette différence de 110 millions se reporte aux transferts vers la sécurité sociale de 2007-2008, étant donné que la mesure bonus pour enfant est implémentée en 2008. Le taux de croissance de ces transferts, estimé par la BCL, pour la période 2008-2009 est inférieur à ce qui était prévu dans le projet de budget 2009, étant donné que les projections de la BCL partent de l'hypothèse que le taux de croissance de l'emploi est plus faible, et de là, la masse salariale (tout en gardant à l'esprit que le total des transferts projeté par la BCL pour 2008 est plus élevé).

La divergence entre le projet de budget et les projections de la BCL est bien plus significative sur le versant des recettes. Les projections des recettes figurant dans le projet de budget volume III laisse augurer une progression des recettes totales de l'administration centrale d'un peu plus de 8% sur la période 2007-2009. Selon les projections de la BCL, établies sur base d'un scénario macro-économique propre, d'élasticités spécifiques et d'un chiffrage des nouvelles mesures, les recettes totales de l'administration centrale stagneraient sur le même horizon. La résultante de ces évolutions de recettes et de dépenses serait un besoin de financement de l'administration centrale de 3,6% en 2009, qui est le double du déficit SEC 95 estimé au projet de budget 2009. De plus, l'excédent de la sécurité sociale estimé par la BCL s'établira à 1,8% du PIB en 2009, alors que le projet de budget table pour sa part sur un excédent de 2,7%. Cette différence est en grande partie expliquée par un taux de croissance de l'emploi estimé par la BCL pour 2009 (autour de 1%) nettement inférieur à celui prévu par l'État (2,7%). Une deuxième raison serait la masse salariale. Le taux de croissance de la masse salariale estimé par la BCL représente un tiers du taux de la croissance de la masse salariale estimée dans le projet de budget 2009. Et finalement, la BCL prévoit un surplus de 2,4% du PIB en 2008 pour la sécurité sociale, tandis que celui-ci s'élève à 2,5% du PIB dans les estimations de l'État. De là, un effet de base est présent. Au total, les soldes relatifs à l'ensemble des administrations publiques pour 2009, projetés par la BCL, sont nettement moins optimistes que le projet de budget.

Pour 2009, une dégradation significative du solde de l'ensemble des administrations publiques se dessine, avec un passage d'une situation excédentaire à un besoin de financement. Le solde passerait d'un surplus de 1,3% du PIB en 2008 à un déficit de 1,9% en 2009. Cette dégradation est liée à trois facteurs principaux, à savoir²⁸:

1) Forte révision à la baisse du taux de croissance du PIB réel.

Comme indiqué plus haut, les projections macro-économiques de la BCL chiffrent un taux de croissance du PIB réel autour de zéro en 2009. L'écart de 3%, entre la croissance prévue au projet de budget et celle projetée par la BCL, devrait induire un manque à gagner de quelque 1,2% du PIB. Le fonctionnement libre des stabilisateurs automatiques contribuera à lisser le cycle économique.

2) Mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2009²⁹.

- Indexation partielle, à raison de 9%, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques;
- Introduction de crédits d'impôts pour salariés et pensionnés, et du crédit monoparental;
- Mesures fiscales en faveur du logement: TVA-logement, épargne-logement, assurances solde restant dû;
- Introduction du système chèques services;
- Abolition du droit d'apport;
- Élargissement du cercle des bénéficiaires de l'exonération de la retenue d'impôt sur les dividendes;
- Doublement de l'allocation de chauffage, transformée en allocation de vie chère;
- Adaptation du tarif de l'impôt sur le revenu des collectivités³⁰.

²⁸ Les projections du solde budgétaire de la BCL diffèrent fortement de celles prévues dans le projet de budget 2009. Il faut noter que le Ministère des Finances a basé ses projections du solde des administrations publiques pour 2009 sur les hypothèses, qui semblent assez optimistes dans le contexte économique actuel, à savoir une croissance du PIB réel de 3% et un taux de croissance de l'emploi de 2,7%.

²⁹ Pour ses projections, par mesure de prudence, la BCL prend en compte uniquement les mesures qui sont suffisamment détaillées dans le projet de budget 2009.

³⁰ Cette mesure se répercutera sur le budget de l'État à partir de l'exercice 2010.

Le coût *ex ante* de ces mesures s'élèverait au total à 1,6% du PIB. Celui-ci repose sur le chiffrage figurant au projet de budget et paraît à première vue élevé, tout particulièrement en ce qui concerne l'impact de l'indexation partielle. Si les mesures de nature structurelle qui améliorent la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, notamment en abaissant la fiscalité, sont souhaitables dans un contexte tant de court et de moyen terme, d'autres mesures de soutien du pouvoir d'achat sont conditionnées sur l'hypothèse incertaine d'un affaiblissement entièrement ponctuel de la conjoncture.

3) Impact négatif de la crise financière sur les recettes de l'État.

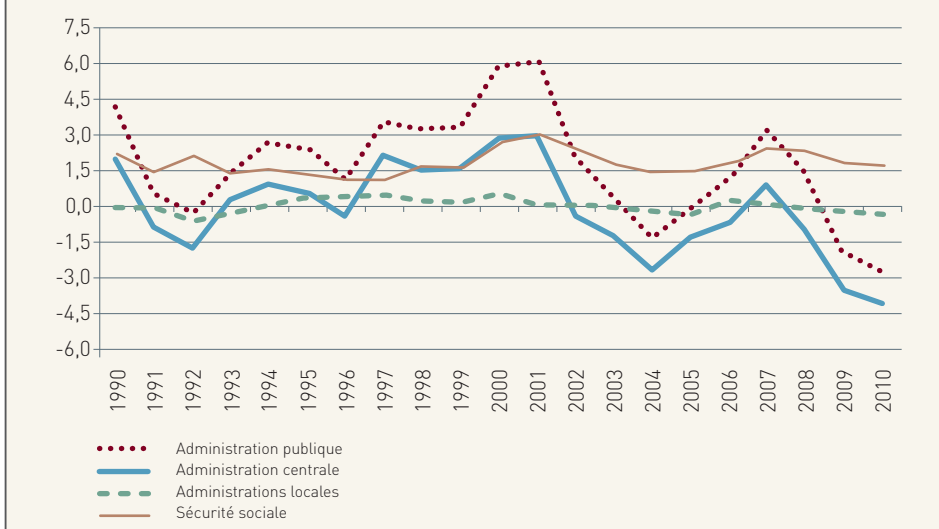
La crise financière qui a fortement touché les marchés européens en septembre 2008, n'a pas épargné le marché luxembourgeois, et aura un impact significatif sur les recettes de l'État luxembourgeois. Les taxes, telles que la « taxe d'abonnement » ou les impôts directs sur les revenus des ménages (dans une moindre mesure), seront touchées directement et afficheront une baisse dès 2008.

Le solde ajusté de la conjoncture calculé au moyen du filtre d'Hodrick-Prescott serait quant à lui négatif à raison de 1,7% du PIB en 2009, ce qui consacrerait un recul significatif par rapport à aux soldes ajustés des dernières années. Cette évolution reflète essentiellement les nouvelles mesures proposées par le gouvernement (cf. ci-dessus).

À ce stade, il est important de souligner que les projections de la BCL pour 2009 ne prennent pas en considération une éventuelle plus ou moins-value qui résulterait des opérations Dexia et Fortis décrites ci-dessous. Cette démarche est justifiée par l'importante incertitude quant au signe de cette plus-value, quant à son importance et quant à son moment d'occurrence.

Pour 2010, le prolongement de la détérioration du déficit des administrations publiques par rapport à 2009 se dessine, passant de 1,9% à 2,8%. Cette détérioration est principalement liée à la baisse des recettes de l'État. Ce sont les taxes directes payées par les sociétés qui diminuent avec un certain retard suite aux turbulences qui ont touché le secteur financier et dans une moindre mesure la taxe sur la valeur ajoutée, liée au ralentissement économique international.

Graphique 29
Soldes de l'administration publique et de ses sous-secteurs (en % du PIB)



Il est utile de rajouter que ces projections sont susceptibles d'être révisées sur la base des développements de l'environnement international, de l'ampleur et de la durée des chocs financiers sur le secteur bancaire et de l'impact effectif sur les finances publiques des opérations de redressement de deux établissements de crédit par l'État.

Le graphique suivant illustre l'évolution des soldes budgétaires de l'administration publique ainsi que de ses sous-secteurs. La dégradation des soldes budgétaires, à partir de 2008 y est clairement visible, et plus particulièrement celle de l'administration centrale. Quant à l'objectif à moyen terme (OMT) égal à un déficit de 0,8% du PIB, celui-ci n'est plus respecté à partir de 2009.

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2009*, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

La progression nominale des dépenses courantes (qui pèsent lourdement sur le budget de l'État) a été dans le passé fort dynamique. En 2007, le Luxembourg continue à afficher une progression nominale des dépenses courantes plus élevée comparée aux pays limitrophes ou à l'ensemble de la zone euro, même si une tendance à la décélération a été constatée depuis 2003. Le graphique suivant l'illustre. Le différentiel ne peut pas s'expliquer par la progression plus soutenue de la population au Luxembourg³¹. Même s'il semble que la croissance économique soit structurellement plus élevée au Luxembourg, il serait hasardeux de hisser d'une manière continue la progression des dépenses au niveau du PIB. En 2007, le différentiel semble décroître par rapport au taux de croissance des pays voisins, grâce notamment aux différentes mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. Cependant, les projections de la BCL montrent que les dépenses courantes augmenteraient en 2008, 2009 ainsi que 2010 plus significativement que dans les pays limitrophes.

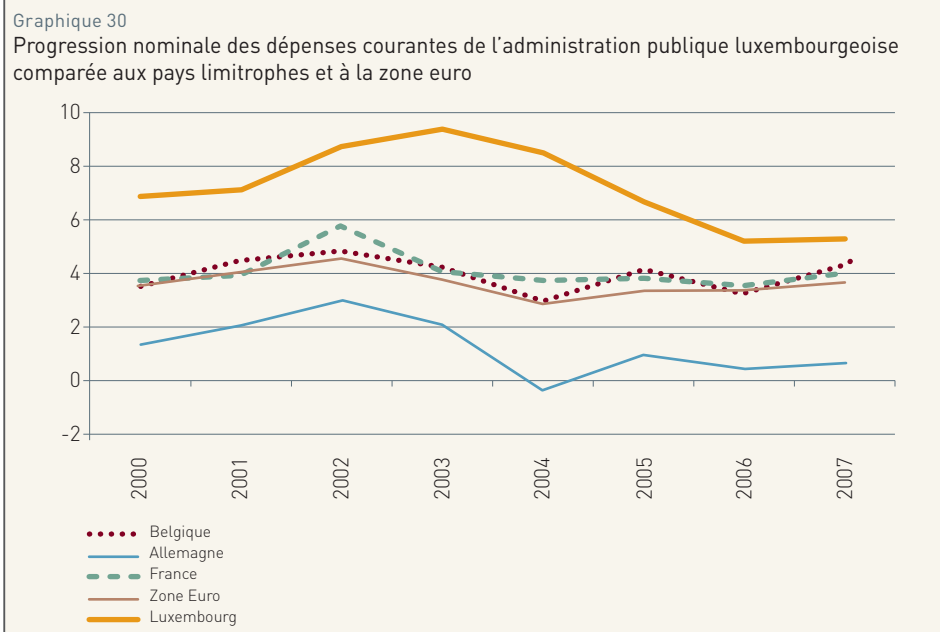
La BCL a appelé à de nombreuses reprises à un effort de consolidation des dépenses courantes. L'ajustement à la baisse sera très difficile en période de ralentissement économique qui attend le pays en 2009 et 2010. Il convient pourtant de veiller à ce que ces dépenses n'augmentent pas à un rythme trop soutenu, comme c'était le cas dans le passé. Il serait préférable de mettre en œuvre sans tarder une

norme de croissance des dépenses courantes des administrations publiques, en vertu de laquelle ces dépenses ne pourraient excéder la progression moyenne des dépenses équivalentes observée dans les pays limitrophes et/ou dans l'ensemble de la zone euro. Cette norme pourrait s'appliquer sur des fenêtres mobiles de trois ou quatre ans. Elle pourrait même être corrigée vers le haut, afin de prendre en compte la progression de la population tendanciellement plus forte au Luxembourg, et les pensions et autres prestations sociales pourraient éventuellement faire l'objet d'un encadrement spécifique étant donné qu'elles obéissent à des déterminants particuliers. Les économies engendrées par une telle norme d'évolution des dépenses permettraient au pays de mieux pallier l'infléchissement de la croissance déjà projetée pour 2009 et 2010, voire au-delà.


Les risques potentiels pour les recettes de l'État

Les récentes turbulences qui ont touché les marchés financiers au niveau mondial n'ont pas épargné le secteur financier luxembourgeois, ce dernier étant fortement exposé aux événements extérieurs. Vu le poids du secteur financier dans l'économie luxembourgeoise, et sa structure, cette détérioration devrait se faire sentir dès 2008 sur les recettes de l'État et d'une manière plus prononcée durant les années subséquentes. Les recettes d'État, traditionnellement très volatiles, ainsi que l'incertitude liée aux récentes turbulences, rendent leurs estimations difficiles.

Pour 2008, une estimation de la **taxe d'abonnement** dans une fourchette de 410 à 580 millions d'euros avec une moyenne de quelque 500 millions d'euros semble réaliste. Notons encore que l'État a estimé la taxe d'abonne-



31 Celle-ci est d'ordre de 0,5% par an de plus que la zone euro, en moyenne, sur la période 2002-2007.



ment pour 2008 à 700 millions d'euros, montant qui ne sera certainement pas encaissé au vu des développements sur les marchés financiers. Une estimation de la taxe d'abonnement pour l'année 2009 est un exercice délicat parce que l'évolution future de la valeur nette d'inventaire (VNI) est affectée d'une incertitude exceptionnellement élevée. Selon une première estimation de la BCL, qui est basée, entre autres, sur un recul de 25% de la VNI, cette taxe se situerait dans une fourchette de 360 et 510 millions d'euros avec une moyenne de 435 millions d'euros. Pourtant, le projet de budget pour 2009 estime la taxe d'abonnement à 650 millions d'euros.

Dans le projet de budget 2009, l'État prévoit une augmentation d'environ 40% des recettes de la **taxe sur la valeur ajoutée (TVA)** par rapport au budget voté pour 2008. D'après l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines, cette augmentation est principalement due à l'installation de certains opérateurs du commerce électronique (150 millions d'euros) et à l'explosion des prix des carburants entre 2007 et 2008 (88 millions d'euros). Pour 2009, l'État prévoit un taux de progression de l'ordre de 10% par rapport aux projections des recettes effectivement perçues en 2008. Pour 2009, la BCL voit deux risques, par rapport à la perception de ces recettes. Le premier, non seulement les prix, mais aussi la consommation de carburants risquent de chuter suite au ralentissement de l'activité économique. Le deuxième, les projections de la BCL montrent que le taux de croissance de la consommation privée baisserait significativement et serait même négatif en 2009. Sur cette base, les projections de la BCL prévoient au mieux une stagnation, avec un montant autour de 2 350 millions euros, voire une légère baisse, des recettes de la TVA en 2009 par rapport aux recettes effectivement encaissées en 2008.

Quant à l'**impôt retenu sur les traitements et salaires**, celui-ci a connu une croissance continue ces dernières années, grâce notamment à une progression importante de la masse salariale, soutenue par une conjoncture économique très favorable. Cette tendance risque de se retourner à partir de l'année 2009. Le projet de budget 2009 prévoit une baisse de recettes de quelque 2,5% en 2009 par rapport à l'année 2008, sous l'hypothèse d'un taux de croissance de l'emploi de 2,7%. Comme indiqué plus haut, les projections de la BCL montrent une croissance de l'emploi limité à environ 1% en 2009, et un taux de chômage qui augmente au cours des deux prochaines années. Quant à la masse salariale, celle-ci augmenterait de 5,9% selon de projet de budget et d'uniquement 2,2% selon les projections de la BCL. La BCL estime que la dégradation de la situation sur le marché de l'emploi au cours de l'horizon de projection risque d'avoir un impact à la baisse plus substantiel sur les recettes des impôts retenus sur les traitements et salaires que celui de 2,5% prévu dans le projet de budget, et la même chose vaut pour 2010.

Finalement, d'après les chiffres provisoires, le **produit bancaire**, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, a baissé de 572 millions d'euros, soit de 7,5%, en passant de 7 658 millions d'euros au 3^e trimestre 2007 à 7 086 millions une année plus tard. En prenant en compte les frais de personnel et d'exploitation ainsi qu'un besoin de constitution nette de provisions, le résultat avant impôts s'est élevé à 2 542 millions d'euros au 30 septembre 2008, en baisse de 34,6% par rapport à fin septembre 2007. De même, le montant des impôts sur revenu et bénéfice à payer par les banques est passé de 655 à 529 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 126 millions d'euros, soit 19,2%, en comparaison annuelle. Vu les circonstances incertaines sur les marchés financiers et les perspectives de croissance économique révisées à la baisse, cette tendance pourrait se confirmer également en 2009 et 2010.

À ce stade ci, il est important à signaler que *la non-disponibilité de la ventilation des recettes de l'État* rend difficile l'analyse de la situation des finances publiques. Cette lacune est particulièrement regrettable dans la période actuelle de turbulences sur le marché des capitaux. La BCL estime qu'il est impératif de disposer de statistiques plus détaillées sur les recettes de l'État effectivement encaissées (notamment au niveau de la ventilation: taxe d'abonnement, droits d'enregistrement, impôts reçus sur les revenus des collectivités, etc). Les seules données disponibles au public, et de là à la BCL, avant la publication de projet du budget,³² sont les totaux des entrées des recettes (« cash flows ») par mois. Il est regrettable de constater qu'il faut attendre le mois

32 Les encaissements pour les six premiers mois de l'année sont publiés

d'octobre de l'année en cours pour avoir un nombre limité de ces statistiques. Notons que dans la plupart des pays de la zone euro, ces statistiques sont disponibles au public bien avant et d'une manière fort détaillée.

2.12.3 La dette publique et la soutenabilité à terme de la politique budgétaire

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des dernières années, le ratio de la dette des administrations publiques a affiché une hausse particulièrement nette de plus de sept points de pourcentage en 2008, pour s'inscrire à 14,1%. Cette évolution reflète, à hauteur de 2,5 milliards d'euros, l'essentiel des emprunts destinés à rétablir la situation financière de deux établissements de crédit (Dexia BIL S.A. et Fortis Banque Luxembourg). Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros pour le financement d'investissements en infrastructures par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes. En ce qui concerne 2009, de nouveaux emprunts pour un montant de 200 millions d'euros en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes feront augmenter quelque peu le ratio de la dette qui passera à 14,7% en 2009. La même opération se répétera en 2010 et le ratio de l'endettement s'établira à 15,3% du PIB.

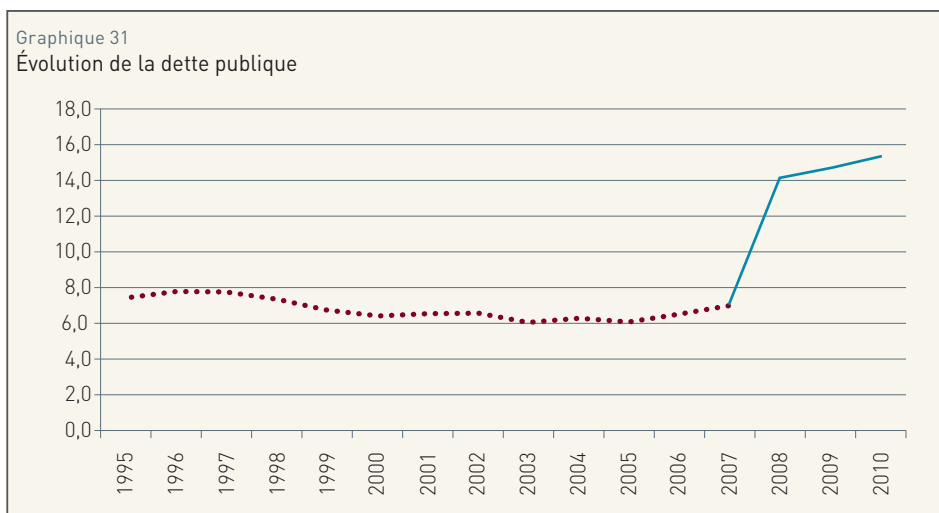
Comme indiqué plus haut, les opérations Dexia et Fortis ont un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais ne devraient pas avoir d'impact négatif sur le solde de l'administration publique. La BCL déplore cependant que les informations officielles quant aux coûts de ces deux opérations soient communiquées assez tard, et que celles relatives à la plus-value éventuelle que celles-ci engendreraient pour les finances de l'État, ne soient pas plus transparentes et détaillées³³.

De plus, le règlement grand-ducal du 10 octobre 2008 autorise le Gouvernement à octroyer une garantie financière au groupe Dexia. Cette garantie est plafonnée à 4,5 milliards d'euros (12% du PIB) correspondant à 3% du montant de l'ensemble des financements levés par le groupe Dexia avant le 9 octobre 2008 et arrivant à échéance avant le 31 octobre 2009. En contrepartie, l'État est supposé percevoir une rémunération reflétant l'avantage que la garantie confère au groupe

Dexia sur base de conditions de marché normales. Cette garantie devrait être définie d'après les critères suivants: types d'instruments à couvrir, maturité (supérieure à trois mois) et rémunération, tels que spécifiés dans les Recommandations de l'Eurosystème sur requête de la Commission européenne.

Les projections de la BCL n'incluent pas cette garantie dans le total de la dette publique ni de 2008, ni de 2009. Aussi longtemps que cette garantie n'est pas amenée à être exécutée, il n'y a pas d'impact ni sur la dette publique ni sur le solde budgétaire. Pourtant, cette garantie représente clairement un risque d'augmentation de la dette publique en 2009, pouvant aller jusqu'à 12% du PIB.

Une vigilance supplémentaire est de mise en raison de la détérioration projetée de la situation budgétaire du régime général de pension. À travers ses diverses publications, la BCL a mis en avant la nécessité de réformer



Source: STATEC, Ministère des Finances, calculs BCL.

³³ Le Ministre de Budget Luc Frieden a communiqué à la presse, que l'opération de sauvetage de Fortis engendrerait une plus value de 10% pour l'État. Il a également évoqué une probabilité selon laquelle le différentiel entre l'endettement et la plus-value sera distribué aux petits actionnaires de Fortis. Plus d'informations n'ont pas été communiquées à ce jour.

le régime de pension. Les résultats de ces travaux montrent que le préfinancement requis afin de permettre au régime général de pension d'accumuler des réserves suffisantes sur un horizon de long terme pourrait se monter à près de 6% du PIB par an³⁴. Dans son rapport sur la soutenabilité, la Commission européenne parvient quant à elle à la conclusion que les soldes budgétaires du Luxembourg devraient être rehaussés à concurrence d'environ 9% du PIB afin d'assurer le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle. Ce constat est moins favorable que celui de la BCL, car la Commission prend en compte les conséquences du vieillissement sur l'ensemble des dépenses des administrations publiques et non sur les seules pensions du régime général. Elle intègre en outre l'incidence sur la soutenabilité des déficits initiaux de l'État central. Ces résultats soulignent la nécessité de procéder sans tarder à une consolidation de la sécurité sociale.

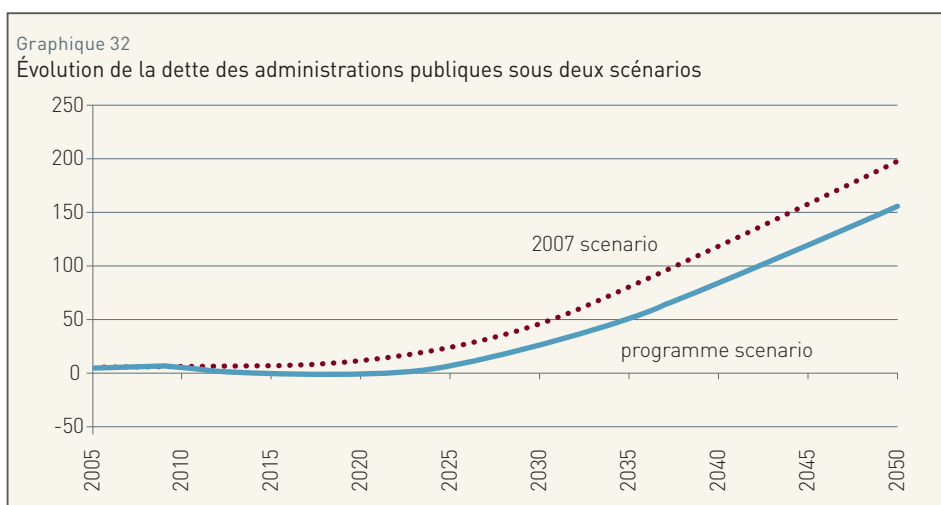
De nombreuses institutions internationales (FMI, OCDE, CE ...) ont mis en exergue à plusieurs reprises le poids insoutenable des engagements futurs du régime général de pension.

Dans son évaluation de la 9^{ème} actualisation du Programme de stabilité du Luxembourg, la Commission a projeté l'évolution de la dette publique de l'ensemble des administrations publiques jusqu'en 2050, à travers deux scénarios³⁵.

Le premier scénario (scénario 2007), suppose que le solde structurel primaire hors impact du vieillissement va se maintenir tout au long de l'horizon de projection au niveau atteint en 2007. Le second (scénario programme), suppose quant à lui que les objectifs budgétaires du Programme de Stabilité seront respectés. Dans les deux cas, les simulations prennent en compte l'augmentation des dépenses des administrations publi-

ques imputable au vieillissement, cet accroissement étant estimé à quelque 8,2% du PIB de 2010 à 2050. L'impact estimé du vieillissement induirait une hausse spectaculaire du ratio d'endettement des administrations publiques, tel qu'indiqué au graphique ci-dessous. Le ratio de la dette publique au PIB dépasserait le seuil de 60% vers le milieu des années 2030.

Dans ce contexte, la récente augmentation du ratio de la dette publique (opérations Dexia et Fortis) ne fait qu'accélérer le processus de dégradation de l'endettement brut des administrations publiques.



Source: Commission européenne (2008), Évaluation de la 9^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, p.36.

34 Selon les projections de la BCL, qui ne constituent pas des prévisions à proprement parler dans un environnement incertain, les excédents du régime général de pension devraient amorcer un déclin dans un avenir proche, et se muerait ensuite en déficit. Cette dégradation se traduirait tout d'abord par un fléchissement des réserves et dans un second temps par l'apparition d'un endettement.

35 Commission européenne (2008), Évaluation de la 9^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, pp.36-37.

2 ANALYSES

1	L'impact des turbulences financières sur les crédits	90
1.1	Les crédits immobiliers	90
1.2	Les crédits à la consommation	92
1.3	Les crédits aux entreprises	94
1.4	Conclusions	96
2	La position extérieure globale du Luxembourg	97
2.1	Introduction	97
2.2	Évolutions de la position extérieure du Luxembourg : vue d'ensemble	98
2.3	Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg	103
2.3.1	La position des investissements directs	103
	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	103
	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	104
2.3.2	La position des investissements de portefeuille	105
	Le portefeuille des résidents en titres étrangers	105
	Le portefeuille des non-résidents en titres luxembourgeois	110
2.3.3	La position des autres investissements (dépôts et crédits)	111
2.4	Conclusion	111
3	Résumé non technique du cahier d'études « (In)stabilité financière, supervision et injections de liquidités : une approche d'équilibre général dynamique »	114

1 L'IMPACT DES TURBULENCES FINANCIÈRES SUR LES CRÉDITS

Cette analyse examine l'impact des tensions financières sur l'octroi de crédits au Luxembourg. L'analyse s'appuie dans une grande mesure sur les données obtenues dans le cadre du recensement statistique des bilans agrégés des banques de la Place financière¹, ce qui permet d'évaluer l'évolution des encours des crédits sur base annuelle. Les données sur les taux d'intérêt et les nouveaux contrats (données MIR) sont ensuite exploitées. Finalement, les conclusions sont confrontées aux résultats disponibles dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire.

Étant donné que les tensions sur les marchés financiers trouvent leur origine dans le marché immobilier, l'évolution des crédits à l'habitat a une importance particulière et sera donc examinée en premier. Ensuite, l'analyse se penche sur les développements des crédits à la consommation, et finalement sur les crédits aux sociétés non-financières (SNF).

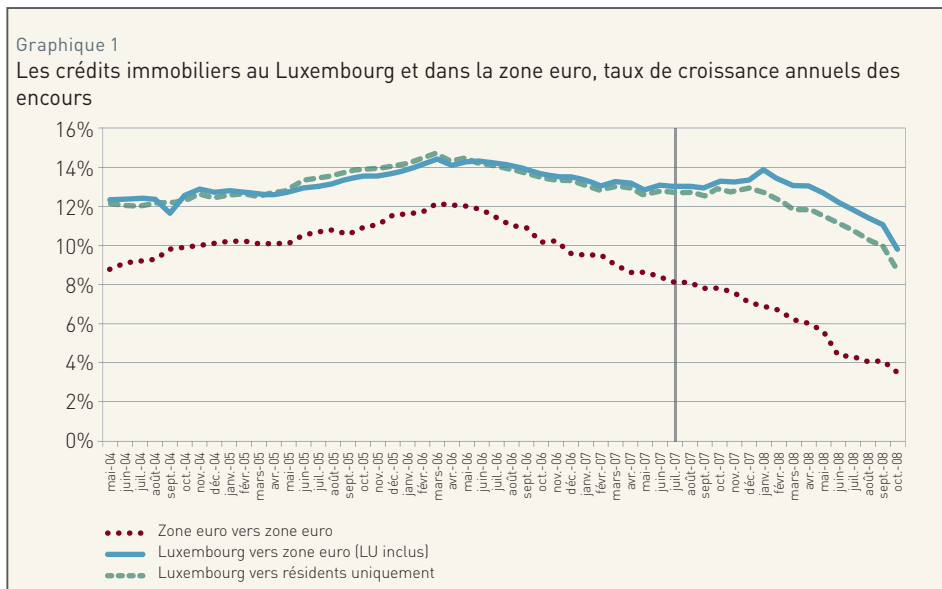
1.1 LES CRÉDITS IMMOBILIERS

Il convient tout d'abord d'évoquer les développements de crédit dans la zone euro dans son ensemble, ce qui permettra de mettre en contexte la situation sur le marché luxembourgeois. Après avoir atteint un sommet² de huit ans (12,1%) en mars et avril 2006, les taux de croissance annuels des crédits immobiliers octroyés par les institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro ont suivi une tendance baissière pour atteindre leur creux historique (3,5%) en octobre de l'année en cours. Le Graphique 1 montre clairement que cette inversion de tendance a été entamée bien avant les événements survenus sur les marchés financiers à partir de la mi-2007. Depuis lors, les taux de croissance annuels ont toutefois continué à se replier, passant de 8,1% en mi-2007 à leur creux actuel.

Ce ralentissement du rythme de progression de l'encours de crédits immobiliers se retrouve dans l'évolution du volume de nouveaux contrats³. En septembre 2007, 54,7 milliards d'euros de nouveaux crédits

étaient accordés par les IFM de la zone euro contre 47,2 milliards en septembre 2008. La décélération est progressive. Cela est cohérent avec le marasme immobilier qui touche un certain nombre de pays européens et avec les conditions de financement devenues moins accommodantes.

En effet, les conditions financières auxquelles ces crédits sont accordés n'ont cessé de se durcir, dans le sillage de l'augmentation du taux de refinancement de l'Eurosystème et de la prime de risque. Ainsi, au 30 septembre 2008, les taux d'intérêt offerts par les IFM de la zone euro, s'évaluaient de 5,28% pour des périodes de fixation comprises entre cinq et 10 ans à 5,80% pour des



Sources: BCL, BCE

- 1 Pour des raisons statistiques, une banque de la Place est exclue de l'analyse.
- 2 Sauf indication contraire, les termes « sommet » et « creux » dans cette analyse font référence à la période sous revue (mai 2004 à octobre 2008).
- 3 Par nouveau contrat, il faut entendre « crédit accordé par une IFM au cours du mois de référence ». Un nouveau crédit peut-être soit partiellement, soit intégralement, libéré. Dans le premier cas la variation de l'encours sera, toutes choses égales par ailleurs, inférieure au volume du nouveau contrat. Dans le second cas, elle sera, toutes choses égales par ailleurs, égale au volume du nouveau contrat.

périodes de fixation inférieures à un an (taux variables inclus). Il est évident que les baisses des taux directeurs annoncées le 8 octobre et le 6 novembre ne peuvent pas être reflétées dans les données de septembre.

Qu'en est-il du Luxembourg⁴? Tout d'abord, on constate que les développements sur le marché luxembourgeois affichent une certaine ressemblance avec ceux de la zone euro dans son ensemble. En effet, les taux de croissance annuels des crédits immobiliers se sont également inscrits en baisse après avoir atteint leur sommet (14,4%) en mars 2006, c'est-à-dire bien avant l'émergence des turbulences financières.

Néanmoins, les taux de croissance ont ensuite brièvement repris de vigueur pour se rapprocher de leur sommet, avant de fléchir d'environ 400 points de base depuis le début de l'année pour s'inscrire à 9,8% en octobre. En septembre, la progression annuelle s'est encore inscrite à 11,1%. Il est impératif de souligner que la progression annuelle des crédits immobiliers se situe nettement au-dessus de celle enregistrée au niveau de la zone euro dans son ensemble. Les taux de croissance annuels à deux chiffres enregistrés au Luxembourg jusqu'en septembre ne sont d'ailleurs guère en ligne avec certaines allégations nettement plus pessimistes selon lesquelles l'évolution des crédits à l'habitat se serait détériorée considérablement, bien qu'on ne puisse nier que la progression de ces crédits s'est ralentie assez rapidement depuis le début de l'année. Dans la mesure où certaines informations, anecdotiques et autres, laissent supposer une modération des prix immobiliers, on ne peut toutefois exclure un ralentissement des développements de crédit dans les trimestres à venir.

Paradoxalement, le volume moyen des nouveaux contrats ne fléchit pas. D'un volume mensuel moyen de 230 millions d'euros sur l'ensemble de l'année 2007, la demande des ménages est passée à un volume mensuel moyen de 248 millions d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2008. Deux raisons peuvent expliquer ce paradoxe : d'une part de nombreux crédits sont accordés en cours de mois, mais les fonds ne sont mis à disposition que progressivement tout au long de la vie du crédit (il s'agit ici du cas classique du financement de l'acquisition d'un bien à bâtir pour lequel les paiements sont effectués par tranches ou sur base de factures). D'autre part, il est possible que les remboursements de crédits aient augmentés sur la période (encours venant à échéance et remboursements par anticipation).

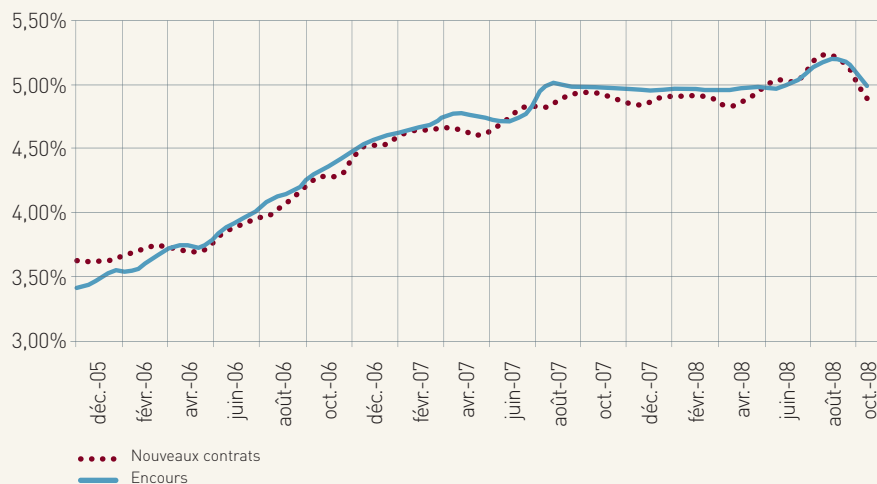
En ce qui concerne les conditions de financement des nouveaux crédits immobiliers, la tendance observée dans les banques luxembourgeoises est identique à celle observée au niveau de la zone euro. Ainsi, celles-ci ont progressé de manière continue depuis décembre 2005, passant de 3,62% à 5,22% en août 2008 pour la partie à taux variable (la plus représentative pour les données luxembourgeoises), soit 155 points de base supplémentaires. Dans cet intervalle, le taux de refinancement de l'Eurosystème progressait de 225 points de base. Entre août et octobre 2008 (4,89%), une nette décrue de 33 points de base a été observée, dans le sillage de la réduction de 50 points de base des taux de l'Eurosystème.

En observant l'évolution des taux d'intérêt portant sur l'encours, qui correspondent à la moyenne des conditions offertes à la fois en cours de mois et dans le passé (crédits toujours en vie), il apparaît que l'écart avec les taux des nouveaux contrats se resserre (Graphique 2).

Les taux d'intérêt sur les encours sont passés de 3,44% en décembre 2005 à 5,18% en septembre 2008, pour ensuite redescendre à 4,99% en octobre 2008, réduisant ainsi l'écart entre l'encours et les nouveaux contrats de 18 à 10 points de base. Puisque le volume de nouveaux contrats n'a cessé d'augmenter d'année en année et que, parallèlement, un certain nombre de crédits plus anciens, sans doute portant des taux d'intérêt plus faibles, ont été remboursés, cette situation n'a rien de surprenant.

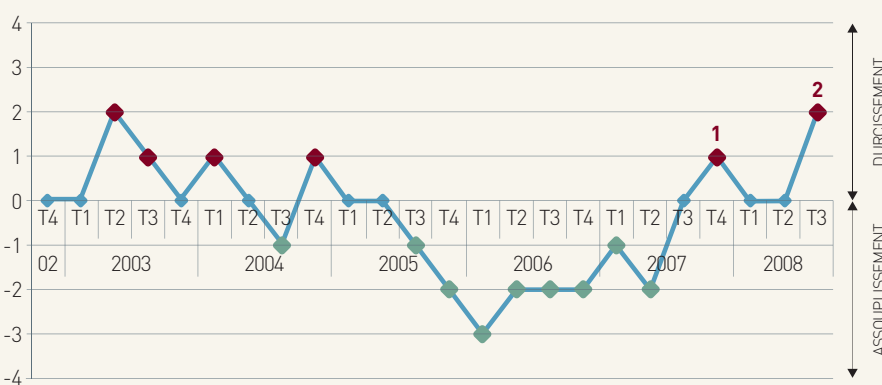
⁴ Sauf indication contraire, les parties de cette analyse qui concernent les crédits octroyés par les IFM implantées au Luxembourg font référence aux crédits octroyés aux résidents de la zone euro dans son ensemble, et non pas aux crédits octroyés aux résidents du Luxembourg exclusivement.

Graphique 2
L'évolution des taux d'intérêt portant sur l'encours et sur les nouveaux contrats de crédits immobiliers



Source: BCL

Graphique 3
L'évolution des critères d'octroi des crédits immobiliers au Luxembourg, nombre net de banques



Source: BCL

Ces résultats sont tout à fait en ligne avec ceux de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ; la dernière enquête date de fin septembre et les données les plus récentes font référence au troisième trimestre. Le Graphique 3 montre que les banques n'ont pas durci leurs critères d'octroi de façon généralisée jusqu'à présent. Le nombre net⁵ de banques ayant rapporté un durcissement des critères se trouve sur l'axe verticale supérieure du graphique ; le nombre net de banques ayant rapporté un assouplissement se trouve sur l'axe verticale inférieure. Les durcissements nets sont donc en rouge et les assouplissements nets en vert, alors que les points bleus indiquent que les banques ont laissé leur politique de crédit inchangée.

Depuis le début des tensions financières au troisième trimestre 2007, trois durcissements seulement ont été signalés : une seule banque a signalé un durcissement au dernier trimestre 2007 et deux banques ont indiqué avoir durci leurs critères d'octroi au troisième trimestre de cette année. Cette évolution fait suite à une période prolongée lors de laquelle les critères ont en fait été assouplis.

Bien que les résultats ne soient pas pondérés pour prendre en compte la taille de chacune des six⁶ banques de

l'échantillon, le lecteur est contraint de conclure que les données défont les allégations selon lesquelles les banques de la Place auraient implémenté une politique de crédit restrictive généralisée. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (qui ne couvrent pas le mois d'octobre) laissent d'ailleurs apparaître une modération de la demande, mais certainement pas un effondrement. Les résultats de l'enquête sont parfaitement en ligne avec une modération de la progression des crédits immobiliers, bien que ces derniers s'inscrivent toujours à des niveaux élevés.

1.2 LES CRÉDITS À LA CONSOMMATION

S'agissant des crédits à la consommation, leur progression annuelle commença également à se replier bien avant l'émergence des turbulences financières, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son

5 Si une banque signale un assouplissement alors qu'au même trimestre une autre banque signale un durcissement des critères d'attribution, les critères nets demeurent inchangés ; si deux banques signalent un durcissement et une autre un assouplissement, les résultats indiqueraient un durcissement net d'une seule banque pour ce trimestre et ainsi de suite.

6 Sept banques participent à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, dont une qui n'octroie pas de crédits à l'habitat ou à la consommation.

ensemble. Une détérioration de l'évolution des crédits à la consommation attribuable aux turbulences financières ne peut être constatée.

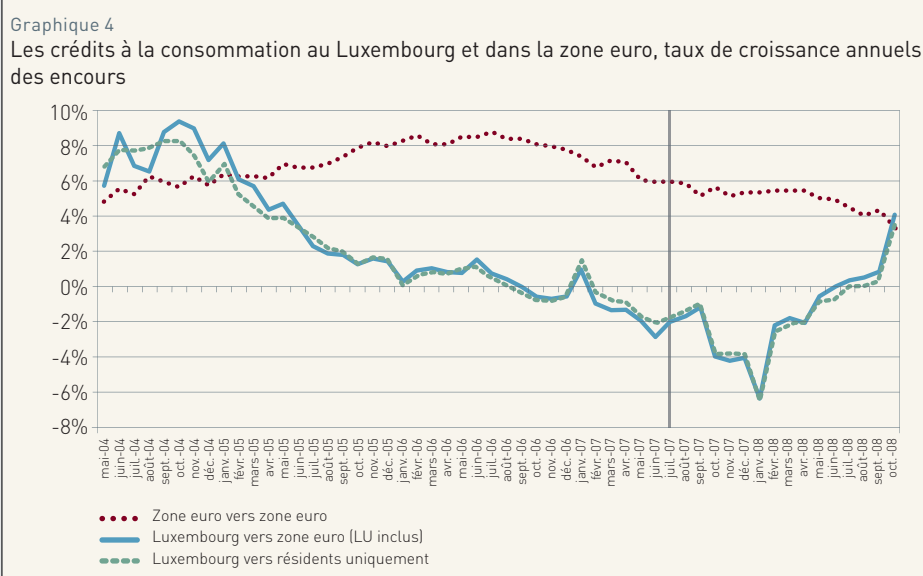
En ce qui concerne tout d'abord les crédits à la consommation octroyés par les IFM de la zone euro, on note que les taux de croissance annuels ont atteint leur sommet (8,7%) en juillet 2006. Depuis lors, ils suivent une tendance baissière, passant à 5,9% en juillet 2007 et atteignant leur creux de 3,3% en octobre de l'année en cours. Ainsi, on ne peut guère conclure que les événements survenus sur les marchés financiers sont à l'origine du ralentissement des crédits à la consommation.

L'observation des volumes mensuels de nouveaux contrats confirme cette tendance : le volume mensuel observé en septembre 2007 ressortait à 21,3 milliards d'euros, toutes périodes de fixation confondues, contre 17,9 milliards d'euros en septembre 2008.

Du point de vue des conditions de financement de ces crédits, ils affichent une progression de 37 points de base sur un an, entre septembre 2007 (6,83%) et septembre 2008 (7,20%), pour des maturités comprises entre un et cinq ans (les plus utiles dans le cadre d'une comparaison avec la situation luxembourgeoise). L'essentiel de cette progression a eu lieu au cours du troisième trimestre 2008, entre juin (6,94%) et septembre (7,20%). A noter que les maturités plus courtes (moins de un an) affichent des conditions de financement beaucoup moins favorables (8,79% en septembre 2008).

Pour ce qui est des développements sur le marché luxembourgeois⁷, les taux de croissance annuels se sont d'abord trouvés sur une trajectoire baissière, et ce depuis le troisième trimestre 2004. Un an et demi avant l'émergence des tensions financières, les progressions annuelles s'inscrivaient déjà à des niveaux proches de zéro, voire même négatifs ; il serait donc faux de conclure que les tensions financières sont à l'origine du repli des crédits à la consommation. En effet, depuis le troisième trimestre 2004, les crédits à la consommation ont affiché une tendance baissière qui s'est encore poursuivie jusqu'en janvier 2008. Alors que les taux de croissance annuels ont chuté davantage depuis la mi-2007, le Graphique 4 fait néanmoins apparaître une tendance haussière depuis le début de l'année. Les taux de croissance annuels sont toutefois restés négatifs ou proche de zéro jusqu'en septembre. Le rebond des taux de croissance annuels en octobre découle d'un effet de base (forte baisse des encours en octobre 2007) ; effectivement, sur base mensuelle, les encours se sont légèrement repliés.

Si l'on observe les volumes de nouveaux contrats (par les IFM au Luxembourg, aux résidents de la zone euro), il apparaît effectivement que le volume mensuel moyen est passé de 35 millions d'euros en 2005 à 28 millions d'euros en 2006 puis 26 millions d'euros en 2007 pour atteindre 22 millions d'euros en moyenne au cours des dix premiers mois de 2008. La reprise observée en février 2008 (32 millions d'euros de nouveaux



Sources: BCL, BCE

⁷ Le nombre de banques concernées a été réduit d'une unité supplémentaire, en raison de l'apparition d'un biais statistique important pouvant fausser l'interprétation des résultats.

crédits à la consommation), liée en grande partie au festival de l'automobile, a donc joué comme un levier sur l'encours. Néanmoins pour obtenir un tel effet sur l'encours, il aura fallu parallèlement une réduction des remboursements.

Les conditions de financements affichent une saisonnalité assez forte sous cette catégorie de crédits, en particulier en raison de l'événement cité précédemment. La tendance est la suivante : entre décembre 2005 et octobre 2008, le coût des nouveaux crédits a progressé de 100 points de base, passant de 5,42% en à 6,42%. L'essentiel de cette hausse s'est produit entre décembre 2005 (5,42%) et décembre 2006 (5,82%), soit 40 points de base, puis entre décembre 2006 et décembre 2007 (+47 points de base). Les taux d'intérêt portant sur l'encours ont pour leur part diminués sur la période passant de 5,84% en décembre 2005 à 5,65% en octobre 2008.

En ce qui concerne l'évolution de la politique de crédit des banques, les résultats non-pondérés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire doivent être interprétés avec précaution. Compte tenu des poids des banques dans l'encours de crédits, les résultats indiquent que les critères d'octroi relatifs aux crédits à la consommation sont restés largement inchangés depuis le début de l'enquête.

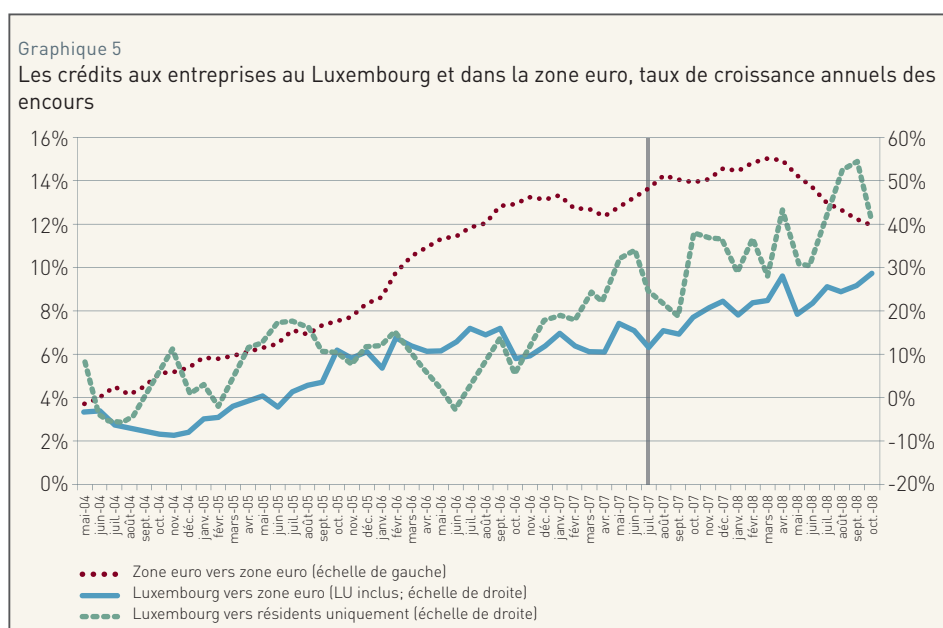
1.3 LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

Pour ce qui est de la progression des crédits envers les sociétés non-financières (SNF), le Graphique 5 fait apparaître une tendance haussière pratiquement ininterrompue entre mai 2004 et mars 2008 pour les crédits octroyés par les IFM de la zone euro dans son ensemble. Alors qu'un sommet (15,0%) fut atteint en mars de cette année, les taux de croissance s'inscrivent en baisse depuis le mois d'avril tout en continuant à s'établir à des niveaux élevés (11,9% en octobre).

Les volumes de nouveaux contrats ont progressé de près de 61 milliards d'euros sur un an, entre septembre 2007 (301,9 milliards d'euros) et septembre 2008 (362,4 milliards d'euros), toutes périodes de fixation confondues. Les conditions de financement correspondant à ces crédits se sont également tendues. Pour la catégorie des crédits aux SNF, d'un montant inférieur à un million d'euros et de période de fixation inférieure à un an (taux variables inclus), leur coût est passé de 5,93% en septembre 2007 à 6,34% en septembre 2008 (+41 points de base). En ce qui concerne la catégorie des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros

et de période de fixation inférieure à un an, leur coût est passé de 5,20% en septembre 2007 à 5,62% en septembre 2008 (+42 points de base).

Si la tendance haussière des taux de croissance relatifs aux crédits octroyés par les IFM de la zone euro s'est inversée en 2008, celle des crédits octroyés par les IFM implantées au Luxembourg continue à accélérer. D'un point de vue conjoncturel, il est utile d'examiner l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg, dont la part dans les crédits octroyés (par les IFM au Luxembourg) aux entreprises de la zone euro s'inscrit en moyenne entre 20% et 25%.



Sources: BCL, BCE

Il n'y a jusqu'à présent aucune indication que la progression de ces crédits aurait été freinée par les événements survenus sur les marchés financiers. Effectivement, le Graphique 5 montre bien que les taux de croissance annuels relatifs aux crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg ne cessent d'atteindre de nouveaux sommets, même si ce taux s'est replié en octobre, évolution qui découle d'un effet de base. En moyenne, pour la période de janvier à octobre 2008, les taux de croissance annuels se sont inscrits à 38,7%, s'établissant à 40,7% en fin de période.

Alors que la progression des crédits octroyés (par les IFM au Luxembourg) aux SNF de la zone euro dans son ensemble est moins dynamique, elle demeure toutefois très importante. En effet, la moyenne des taux de croissance annuels s'élève à 23,5% en 2008 ; un nouveau sommet (28,4%) fut d'ailleurs atteint en octobre. On ne peut donc guère parler de politique de crédit restrictive en ce qui concerne l'octroi de crédits aux SNF.

Pour ce qui est des nouveaux crédits accordés par les IFM luxembourgeoises aux SNF de la zone euro, leur volume mensuel moyen a atteint 1 270 millions d'euros entre octobre 2007 et octobre 2008 pour la partie inférieure à un million d'euros et 13 401 millions d'euros pour la partie supérieure à un million d'euros.

Les conditions de financement relatives aux nouveaux crédits se sont très nettement tendues avec des hausses de 220 (période de fixation du taux inférieure à un an et moins d'un million d'euros) et 166 points de base (période de fixation du taux inférieure à un an et plus d'un million d'euros) entre décembre 2005 et octobre 2008. Ces progressions demeurent toutefois inférieures à celle du taux de refinancement de l'Eurosystème (+175 points de base durant cette période).

À première vue, il est difficile de consolider l'évolution des encours et des nouveaux crédits avec les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg, menée depuis fin-2002. Cette enquête indique que, depuis le troisième trimestre 2007, les banques n'ont cessé de durcir leurs critères d'attribution en matière de crédits aux SNF. Un durcissement des critères d'octroi devrait, en principe, conduire à une baisse des volumes octroyés et donc des taux de croissance ; pourtant, comme l'analyse ci-dessus l'a bien montré, ce n'est pas le cas.

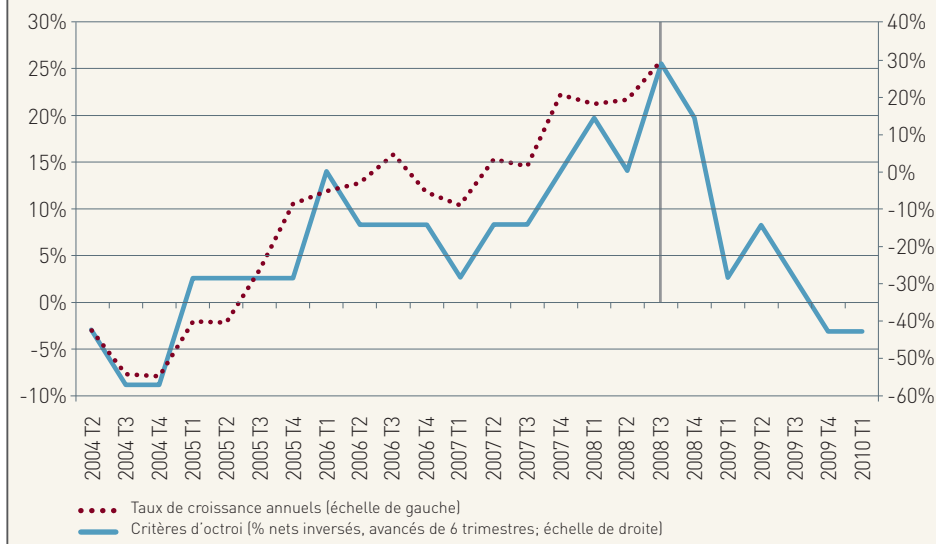
Il serait néanmoins opportun de rappeler que les résultats ne sont pas pondérés par la part des encours de chaque banque dans l'ensemble des crédits octroyés. Une des sept banques de l'échantillon n'octroie d'ailleurs pas de crédits aux entreprises implantées au Luxembourg. On ne peut donc guère parler d'un durcissement généralisé des critères d'attribution appliqués aux crédits aux entreprises situées au Luxembourg. Compte tenu de ces remarques, pour les crédits aux SNF, la politique de crédit des banques et notamment l'évolution des critères d'octroi a tendance à précéder un ralentissement des développements de crédit. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire sert donc comme indicateur avancé ; en effet, la corrélation entre l'évolution des critères d'attribution et les développements de crédit n'est élevée que si l'on considère les résultats de l'enquête avancés de trois à huit trimestres.

Selon le Graphique 6, qui retrace l'évolution (inversée) des pourcentages nets⁸ avancés de six trimestres, les taux de croissance annuels relatifs aux crédits envers les SNF devraient s'inscrire en baisse dans les trimestres à venir.

Il est toutefois impossible de tirer des conclusions quant à l'envergure du ralentissement futur de la progression des crédits aux SNF. Le graphique fait d'ailleurs apparaître que des taux de croissance annuels à deux chiffres sont tout à fait compatibles avec un durcissement des crédits d'octroi (avancé de six trimestres). Ce fut, par exemple, le cas pour la période du quatrième trimestre 2005 au troisième trimestre 2007.

8 À noter que le Graphique 6 retrace les pourcentages nets inversés ; ainsi, si la courbe se trouve en-dessous de l'axe horizontale (sur l'échelle de droite), cela indique que les banques de l'échantillon ont signalé un durcissement des critères d'octroi. Pour une définition des pourcentages nets, voire l'analyse des derniers résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans ce bulletin.

Graphique 6
L'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises par rapport à la progression annuelle des encours



Source: BCL

Alors que les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire signalent une modération de la demande de crédits émanant des entreprises, les données bilantaires signalent que la progression des crédits aux entreprises demeure importante, comme indiqué ci-dessus. Dans ce contexte, il convient de rappeler que la chute des « pourcentages nets » relatifs à la demande émanant des entreprises est attribuable à la réponse non-pondérée de deux banques uniquement.

1.4 CONCLUSIONS

L'incidence des turbulences financières sur les développements de crédit demeure faible, au Luxembourg. Si on constate un ralentissement de la

progression des encours de crédits immobiliers depuis le début de l'année, cette évolution s'inscrit dans le cadre d'une tendance baissière entamée bien avant l'émergence des tensions financières ; les taux de croissance annuels continuent d'ailleurs à s'établir à des niveaux élevés. En même temps, sur les dix premiers mois de l'année, le volume moyen des nouveaux contrats a augmenté par rapport à l'année passée. De plus, il n'y a aucun signe jusqu'à présent que les banques de la Place auraient durci leurs critères d'octroi relatifs aux crédits immobiliers de façon généralisée, alors que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire signale un ralentissement de la demande. Dans la mesure où certaines indications laissent supposer une modération des prix immobiliers, un ralentissement continu des développements de crédit ne peut toutefois pas être exclu dans les trimestres à venir.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, la progression annuelle des encours a commencé à fléchir bien avant le début des tensions sur les marchés financiers. En plus, la période des turbulences financières coïncide pour partie avec une tendance haussière des taux de croissances annuels, bien que la progression annuelle des crédits à la consommation envers les résidents du Luxembourg demeura négative ou proche de zéro jusqu'en septembre.

Finalement, s'agissant du secteur des entreprises, les développements de crédit demeurent très dynamiques et les taux de croissance annuels des crédits envers les SNF se trouvent toujours sur une trajectoire haussière. Néanmoins, les propriétés d'indicateur avancé relatifs à l'évolution des critères d'octroi de crédits indiquent qu'un ralentissement des crédits aux entreprises est à anticiper dans les prochains trimestres.

S'agissant de l'évolution des taux d'intérêt, la première baisse du taux principal de refinancement de l'Euro-système, survenue le 8 octobre 2008 (baisse effective à partir du 15 octobre), a été rapidement transmise.

2 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG⁹

2.1 INTRODUCTION

La position extérieure globale (PEG) recense, à un moment donné, les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs d'un pays. On y distingue, selon la classification internationale¹⁰, plusieurs catégories d'actifs financiers :

- (a) 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 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.
- (b) 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.
- (c) Les autres investissements regroupent tous les avoires et tous les engagements financiers extérieurs qui ne sont ni des investissements directs, ni de portefeuille, ni de produits dérivés, ni des avoires de réserve. Il s'agit principalement des crédits commerciaux, des prêts ainsi que des dépôts et monnaies fiduciaires.


En raison de leurs montants relativement faibles, comparés aux trois catégories ci-dessus, les produits financiers dérivés et les avoires de réserve, malgré qu'ils constituent aussi des composantes principales de la position extérieure, ne sont pas analysés distinctement dans la présente étude.

Dans sa première section, la présente note analyse les évolutions récentes de la position extérieure du Luxembourg, en montrant les facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui ont été à la base de ces développements. Au cours de l'année 2007, les avoires financiers extérieurs bruts ont augmenté de 472 milliards d'euros pour atteindre 4 136 milliards d'euros à la fin de l'année, essentiellement sous l'effet de nouveaux flux financiers tels que recensés dans la balance des paiements. L'effet flux (489,6 milliards au total) a toutefois été partiellement réduit (à concurrence de 17 milliards) par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers sur certains marchés financiers internationaux. Ces mêmes effets négatifs de valorisation ont affecté (à concurrence de 10 milliards d'euros) l'encours d'engagements financiers extérieurs qui a tout de même progressé de 13% pour atteindre 4 098 milliards à la fin de l'année 2007, sous l'effet d'importantes entrées de fonds (486 milliards d'euros en 2007). Ayant davantage affecté les avoires financiers extérieurs (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards), les effets négatifs de valorisation ont provoqué une détérioration du solde positif de la position extérieure du Luxembourg qui a atteint 38 milliards d'euros à fin 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006.

La deuxième section de cette analyse présente la structure de la position extérieure globale du Luxembourg, selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. La ventilation par secteur économique et par zone géographique de différents avoires et engagements financiers y est également abordée. Les données montrent que les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg sont détenus (émis) essentielle-

⁹ Note rédigée par Albert Lendele - Kola.

¹⁰ Cfr. Pour la méthodologie, voir FMI, Manuel de Balance des paiements, 5^e édition, 1993.



ment par trois sous-secteurs du secteur financier luxembourgeois, à savoir les entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens de loi de 1929 et sociétés de participation financières), les organismes de placements collectifs (OPC) et les institutions financières monétaires (banques et OPC monétaires). La répartition par pays partenaire des encours d'avoires et d'engagements extérieurs du Luxembourg montre une légère baisse de la quote-part des pays membres de la zone euro. Corrélativement, la quote-part des pays « extra-zone euro » est en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore¹¹, et la Suisse sont les principaux partenaires.

2.2 ÉVOLUTIONS DE LA POSITION EXTÉRIURE DU LUXEMBOURG : VUE D'ENSEMBLE

Les actifs financiers étrangers détenus par les résidents du Luxembourg sont évalués à 4 136 milliards d'euros à fin décembre 2007, après avoir atteint 3 664 milliards à la fin de l'année 2006. Les engagements financiers extérieurs des résidents se montent à 4 098 milliards d'euros à fin 2007, contre 3 623 milliards à fin 2006. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la valeur des avoires financiers extérieurs après soustraction de la valeur des engagements, était positive de 38 milliards d'euros à la fin de 2007 (105% du PIB de 2007), soit une baisse de 3,4 milliards par rapport à la situation de fin de 2006. Cette détérioration de la position nette résulte essentiellement des pertes de change mais aussi, dans une moindre mesure, des baisses de cours sur certains marchés financiers (voir graphiques ci-dessous).

Au cours de l'année 2007, les avoires financiers extérieurs bruts ont augmenté de 472 milliards d'euros au total, essentiellement sous l'effet de nouveaux flux financiers tels que recensés dans la balance des paiements. L'effet total lié aux flux (489,6 milliards) a toutefois été réduit en partie (à concurrence de 17 milliards) par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers. Ces mêmes effets négatifs de valorisation ont affecté (à concurrence de 10 milliards d'euros) les engagements financiers extérieurs qui ont dans l'ensemble progressé de 476 milliards d'euros sous l'effet d'importantes entrées de fonds (486 milliards d'euros en 2007) telles que recensées par la balance des paiements. Comparées à leurs niveaux de fin décembre 2006, la plupart des devises se sont en effet dépréciées par rapport à l'euro à fin décembre 2007 comme le montre le graphique ci-dessous¹². Cette dépréciation a généré des moins-values tant à l'actif qu'au passif. De même, les cours boursiers ont baissé en Europe et au Japon (respectivement de -0,2% et -12,6%) même s'ils ont légèrement progressé aux États-Unis (+3,6%) et les cours des obligations se sont également tassés ce qui a eu pour conséquence de générer d'importantes pertes de valeur tant à l'actif qu'au passif (voir graphique). Ces effets négatifs de valorisation ont donc occasionné une détérioration de la position extérieure nette du Luxembourg à la fin de 2007, en raison du fait qu'ils ont affecté davantage les avoires (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards) financiers extérieurs.

11 Dans cette analyse, les Centres financiers offshore regroupent 37 pays (définition de l'OCDE et d'EUROSTAT) dont les Antilles néerlandaises, Gibraltar, Hong Kong, Liechtenstein, les Îles vierges britanniques, les Îles Caimans, Singapour, etc.

12 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellés les avoires et les engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin décembre 2006 et fin décembre 2007, l'euro s'est apprécié de 11,8% par rapport au USD, de 3% par rapport au CHF, de 9% par rapport au GBP et de 5% par rapport au JPY.

Tableau 1

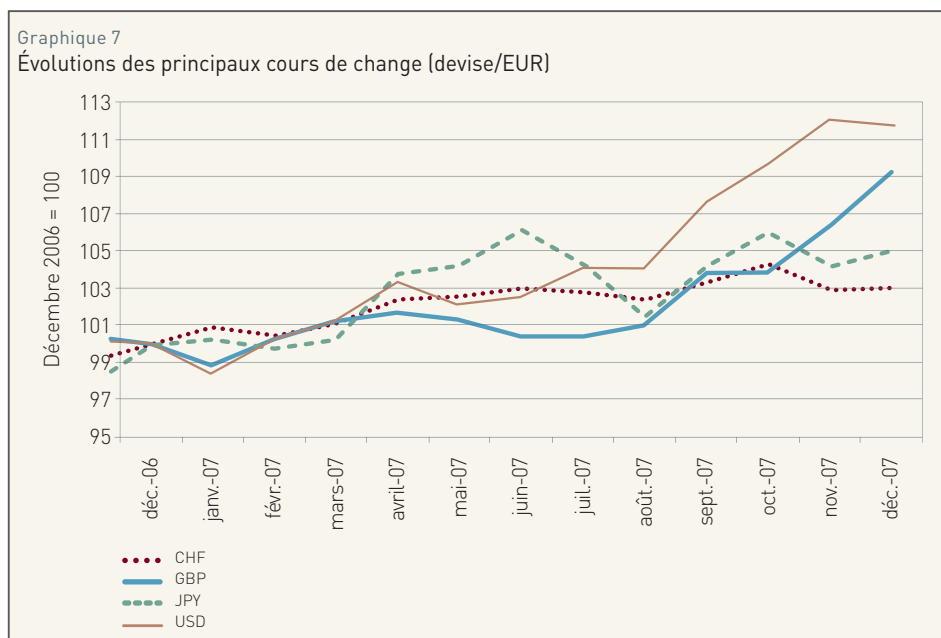
Évolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg entre fin 2007 et fin 2006 (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2006 ⁽¹⁾	Flux de balance de paiement ⁽²⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ⁽²⁾	Stocks à fin 2007 ⁽¹⁾
Position extérieure nette	41,4	3,6	-7,0	38,0
Avoirs extérieurs bruts	3.663,9	489,6	-17,1	4.136,5
Engagements extérieurs bruts	-3.622,6	-486,1	10,1	-4.098,5
Investissements directs	-47,2	44,9	-12,5	-14,9
Luxembourgeois à l'étranger	826,8	180,4	-15,4	991,9
Étrangers au Luxembourg	-874,0	-136	2,9	-1.006,8
Investissements de portefeuille	-74,5	-99,5	-18,9	-192,9
Titres étrangers	1.846,9	128,0	-16,8	1.958,2
Titres luxembourgeois	-1.921,4	-227,6	-2,1	-2.151,1
Produits dérivés	-1,1	-11,1	5,2	-7,0
Créances	9,3	-0,7	0,9	9,6
Engagements	-10,4	-10,4	4,2	-16,6
Autres investissements	163,9	69,4	19,3	252,7
Créances	980,7	181,9	14,2	1.176,8
Engagements	-816,8	-112,5	5,1	-924,1
Avoirs de réserve	0,202	-0,061	0,0	0,140

Source: BCL

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

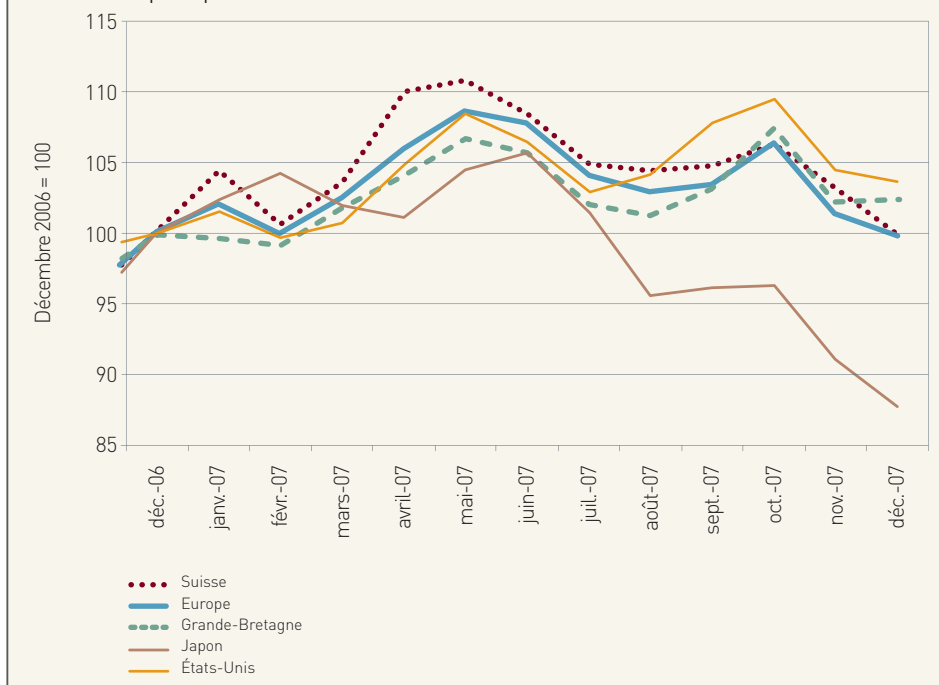
⁽²⁾ Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.



Source: Bloomberg, calculs BCL.

Graphique 8

Évolution des principaux cours boursiers



Sources: Bloomberg, calculs BCL

ANALYSE DES PREMIERS EFFETS DES TROUBLES FINANCIERS SUR LE COMPTE DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA POSITION EXTÉRIÈRE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹³

La correction du marché immobilier américain, l'éclatement de la crise du subprime qui s'est étendue au marché monétaire et au crédit s'est finalement propagée au secteur financier à l'échelle mondiale en empruntant deux canaux majeurs ; d'une part elle a directement affecté les établissements engagés dans les crédits immobiliers aux États-Unis ou détenant des valeurs mobilières représentant des créances titrisées et d'autre part, elle a agi indirectement par la baisse importante des indices boursiers observée surtout au cours du dernier trimestre de l'année 2007 et au 2^e trimestre de l'année 2008. Ainsi, le secteur financier luxembourgeois, de même que celui d'autres pays, a vécu une période mouvementée, tant en ce qui concerne les établissements de crédit qu'en ce qui concerne le développement de l'industrie des organismes de placement collectif.

Le but du présent encadré est de savoir de quelle façon les troubles sur les marchés financiers ont pu avoir un impact éventuel sur les activités de la place financières telles qu'elles sont enregistrés à travers les statistiques extérieures, notamment sur le « compte des opérations financières » de la balance des paiements ainsi que sur la position extérieure globale.

La présente analyse se concentrera principalement sur les investissements en portefeuille qui ont par leur nature la plus grande exposition aux marchés boursiers mondiaux. La période couverte s'étend de janvier 2007 à juin 2008 et, suite à des contraintes des données, n'inclut pas le 3^e trimestre 2008, période où la crise financière a connu son plein essor. Afin de tenir compte d'importantes évolutions survenues au troisième et au quatrième trimestres 2008, le présent encadré sera actualisé dans l'une des prochaines publications de la BCL.

En période de crise caractérisée par une baisse de la valeur des actifs et par une grande incertitude, le comportement des investisseurs (résidents ou non-résidents) se traduit généralement par une forte préférence pour des actifs nationaux don-

13 Encadré rédigé par Monsieur Tom BERGH.

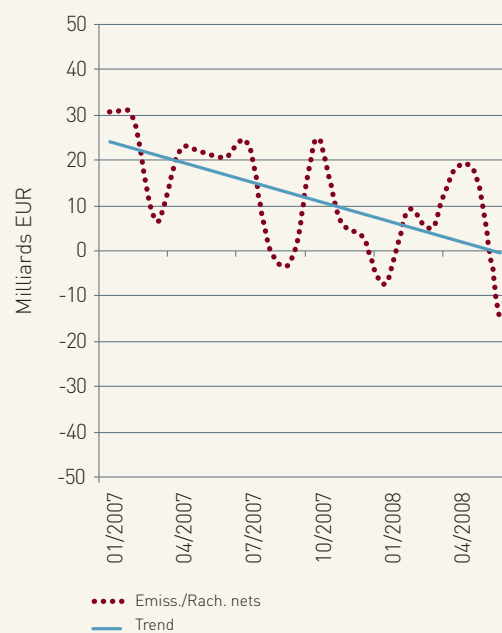
nant lieu à des rapatriements de fonds. Ce phénomène a pu être observé dans le compte d'opérations financières au dernier trimestre 2007 et au 1^{er} trimestre 2008 et sera sans doute visible au 3^e et 4^e trimestre de l'année en cours. En effet, du côté des engagements de portefeuille, les flux sur titres émis par des résidents deviennent négatifs au premier trimestre 2008 (-4,4 milliards d'euros) après avoir considérablement ralenti au dernier trimestre 2007 en passant de 64 milliards d'euros au 3^e trimestre 2007 à 38 milliards d'euros. La performance négative constatée début 2008 se traduit par un désinvestissement des non-résidents où encore à un rapatriement de leurs fonds (-209 millions d'euros au niveau des titres de participation et -4 milliards d'euros pour les titres de créance pour 2008/T1). Ceci est confirmé par l'évolution des émissions nettes de parts par les OPC luxembourgeois qui affichent une tendance baissière manifeste depuis le début 2007 (cfr. graphique).

S'agissant du comportement des résidents, les données sur les avoirs de portefeuille indiquent au premier trimestre 2008 une vente de titres émis par des non-résidents ou encore un rapatriement de fonds au Luxembourg. Ces flux s'élèvent à 29 milliards d'euros au premier trimestre 2008 pour être quasiment neutres au second trimestre 2008 (244 millions d'euros investis par les résidents Luxembourgeois). Au niveau des flux sur titres de créance, on observe aux deux premiers trimestres 2008 une transformation d'échéances par les résidents qui ont favorisé les instruments du marché monétaire (court terme) au détriment des obligations (moyen et long terme). Au premier trimestre et au deuxième trimestre 2008, les résidents ont désinvesti dans les obligations à concurrence respectivement de 9 milliards et de 15 milliards d'euros. Sur les mêmes trimestres, les résidents ont augmenté respectivement de 29 milliards et de 22 milliards leurs placements dans les instruments du marché monétaire.

Au niveau des encours d'investissements de portefeuille tels que repris dans la position extérieure globale, ils sont en recul à partir du 3^e trimestre 2007 pour se stabiliser au 2^e trimestre 2008.

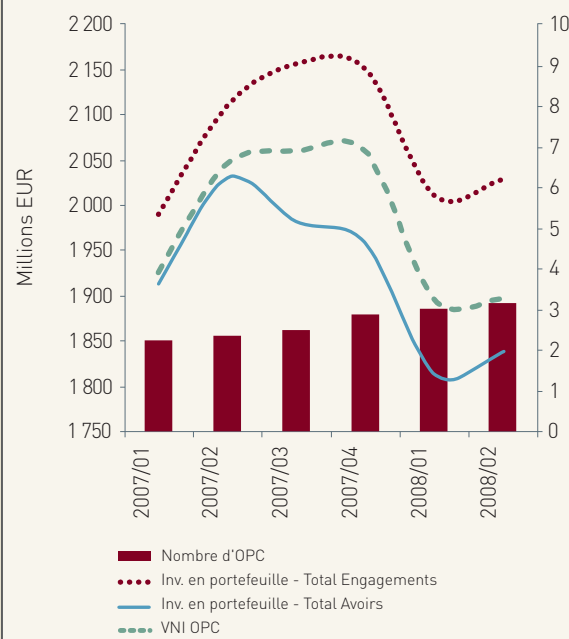
Ainsi, les encours des titres de participation détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents subissent un recul annuel de 14,7% au premier trimestre 2008 par rapport au premier trimestre 2007, respectivement de 19,4% au deuxième trimestre 2008 par rapport au deuxième trimestre 2007. Il en est de même pour les titres émis par des résidents reculant sur base annuelle de 5,2% au premier trimestre 2008 respectivement de 6,5% au deuxième trimestre 2008. Remarquons que cette baisse des encours s'explique par l'effet cumulé de la variation des prix et des flux observés.

Évolution des Émissions / Rachats nets des parts d'OPC



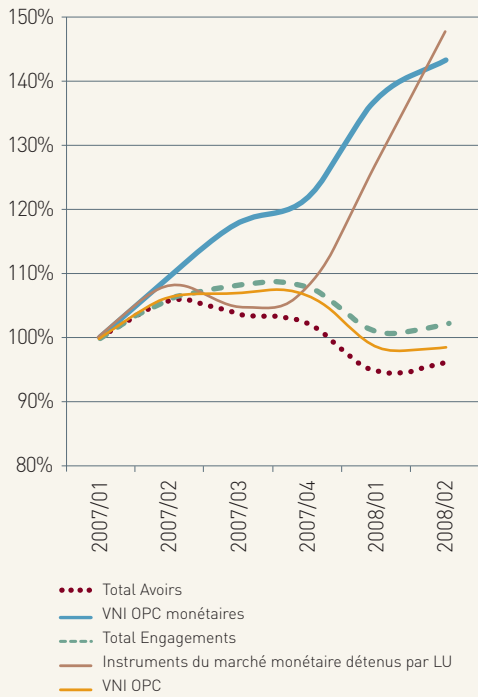
Source: CSSF, calculs BCL

Évolution absolue des investissements en portefeuille par rapport à la VNI des OPC



Source: CSSF, BCL

Évolution relative des investissements en portefeuille par rapport à la VNI totale des OPC et la VNI des OPC monétaires

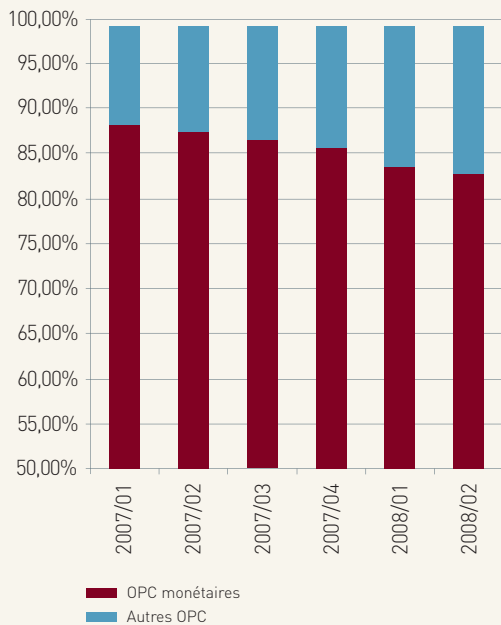


Source: BCL, CSSF

Du côté des encours des titres de créance détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents, on observe une progression de 3,3% au premier trimestre 2008 en comparaison annuelle, respectivement de 0,04% au deuxième trimestre de 2008. Les titres émis par des résidents quant à eux reculent de 2% au premier trimestre 2008 par rapport au même trimestre de 2007 et de 1% au second trimestre 2008. Il faut préciser que l'évolution positive des titres de créance détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents est essentiellement due aux instruments du marché monétaire affichant une évolution positive de 27% au premier trimestre 2008 en comparaison annuelle, respectivement de 37% pour le second trimestre de la même période. Les titres obligataires détenus par le Luxembourg quant à eux diminuent de 3,9% en comparaison annuelle au premier trimestre 2008, respectivement de 2,9% au second trimestre 2008.

Les évolutions observées au niveau des flux et des encours permettent de conclure que la crise financière a modifié le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) qui s'est caractérisé par une grande méfiance et par la recherche de sécurité. La crise a donc eu un impact manifeste sur les comptes extérieurs du Luxembourg et notamment sur les encours d'avoirs et d'engagements de portefeuille qui ont diminué par l'effet cumulé de l'érosion des cours boursiers et de la réorientation de capitaux par les investisseurs (résidents et non-résidents) vers des produits du marché monétaire considérés comme valeurs sûres.

Évolution trimestrielle des parts relatives dans le total des actifs nets des OPC



Source: CSSF, calculs BCL

2.3 STRUCTURE PAR COMPOSANTE DE LA POSITION EXTÉRIÈRE DU LUXEMBOURG

La structure de la position extérieure nette montre des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs (15 milliards d'euros pour 2007) et d'investissements de portefeuille (193 milliards en 2007), fortement compensés par une position créditrice excédentaire dans les autres investissements (252 milliards en 2007, voir graphique).

2.3.1 La position des investissements directs

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger est évalué à 992 milliards d'euros à fin 2007 contre 1 007 milliards pour les stocks d'investissements directs étrangers au Luxembourg. Puisqu'à la fin de l'année 2007 la valeur de l'encours d'investissements directs étrangers (engagements) dépasse celle des investissements directs luxembourgeois à l'étranger (avoirs), le Luxembourg présente une position nette négative de 15 milliards d'euros sur cette composante.

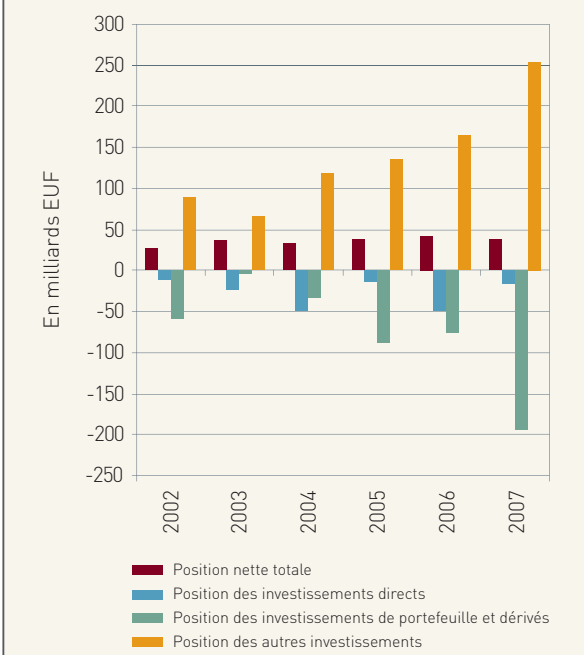
La structure des capitaux d'investissements directs montre qu'à fin 2007, la position nette négative du Luxembourg résulte avant tout de l'encours des participations au capital social. Sur cette sous-rubrique, la position nette est débitrice de 37 milliards d'euros, les participations luxembourgeoises et les bénéficiaires réinvestis dans des filiales établies à l'étranger se chiffrant à 842 milliards d'euros (85% de l'encours d'ID à l'étranger), contre 879 milliards d'euros (87% de l'encours total) pour les participations des non-résidents à leurs filiales luxembourgeoises. Au niveau de la deuxième forme d'ID (prêts entre affiliés essentiellement), le Luxembourg affiche une position nette créditrice de 22 milliards d'euros, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

L'ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DU LUXEMBOURG À L'ÉTRANGER

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 992 milliards d'euros à fin 2007 contre 826 milliards l'année précédente. Cette progression s'explique essentiellement par les flux records de nouveaux investissements réalisés en 2007 (180 milliards) tels que recensés par la balance des paiements. L'année 2007 était en effet exceptionnelle par le nombre et par la valeur des fusions et acquisitions au niveau mondial¹⁴ et cela s'est reflété dans les statistiques IDE du Luxembourg qui joue un rôle d'intermédiation financière internationale. Citons dans ce contexte la deuxième phase de la fusion entre Arcelor S.A et Mittal Steel N.V, entreprise de droit néerlandais, qui a fortement influencé les flux d'investissements direct à l'étranger, avec l'absorption de l'entité néerlandaise par ArcelorMittal, société de droit luxembourgeois.

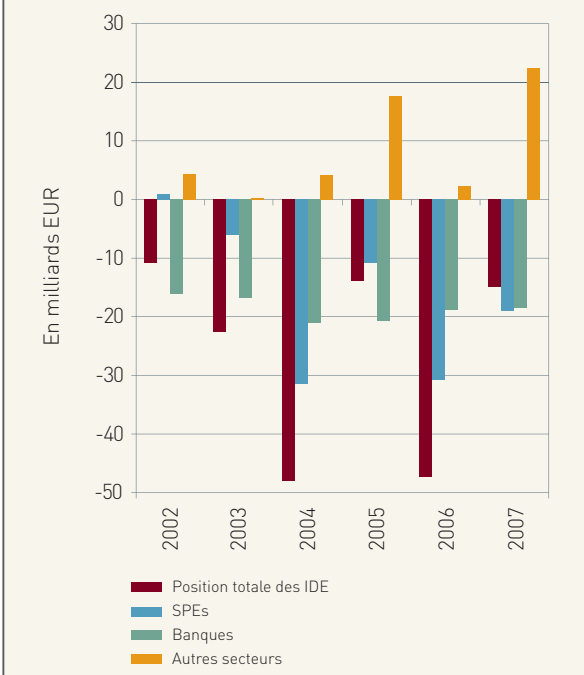
14 Selon la CNUCED, les flux mondiaux d'IDE ont atteint un niveau record de 1 833 milliards de dollars, dépassant de loin le précédent record atteint en 2000.

Graphique 9
Évolution de principales composantes de la position extérieure nette du Luxembourg



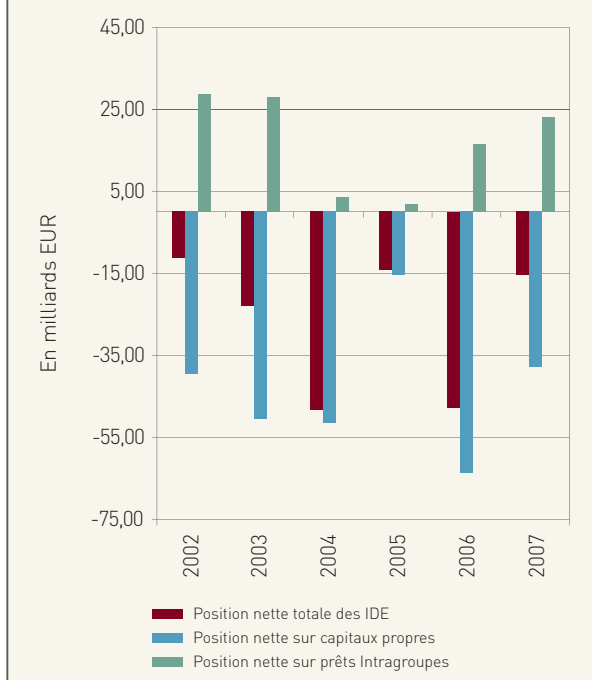
Sources: BCL

Graphique 10
Évolution de la position nette des investissements directs par secteur résident



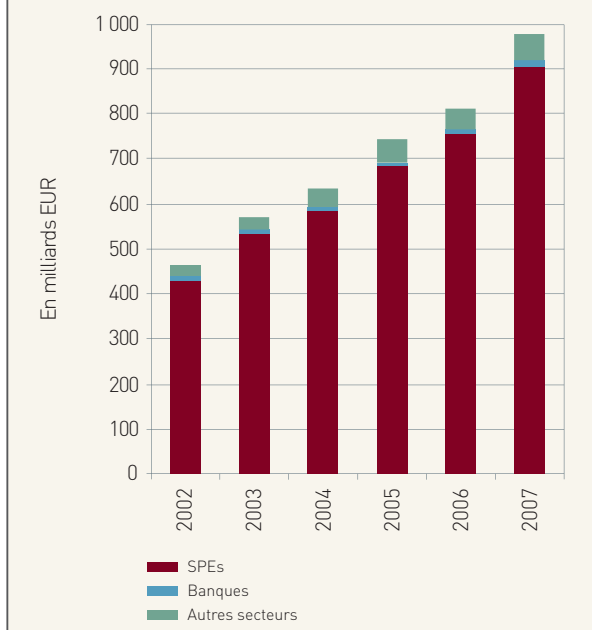
Sources: BCL/STATEC

Graphique 11
Évolution de la position nette d'investissements directs par catégorie de capitaux



Sources: BCL/STATEC

Graphique 12
Ventilation par secteur résident des ID luxembourgeois à l'étranger



Sources: BCL/STATEC

La ventilation par secteur économique résident de l'encours d'investissements directs à l'étranger confirme, à fin 2007, 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 992 milliards d'euros d'encours d'investissements directs à fin 2007, 931 milliards (94%) sont détenus par les SPEs. En dehors de ces entités, l'encours s'établit à 61 milliards d'euros à la fin de 2007 dont 8 milliards provient du secteur bancaire, 43 milliards pour les sociétés non financières et 10 milliards pour les placements immobiliers de certains fonds d'investissements.

La répartition par pays de destination des encours d'investissements directs luxembourgeois montre une légère baisse des investissements dans la zone euro dont la part dans les encours totaux a baissé d'un point de pourcentage d'une année à l'autre depuis 2004 pour s'établir à 50% en 2007. La part des encours investis dans les pays « extra-zone euro » est par conséquent en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni (18% de l'encours total de fin 2007), les Centres financiers offshore (10%), les États-Unis (8%) et la Suisse (5%) sont les principales destinations (voir graphique). La place particulière occupée par les Centres financiers offshore est à mettre en relation avec les SPEs dont les investissements dans ces pays sont motivés par des considérations fiscales. En excluant les SPEs, la part des pays « extra-zone euro » ne baisse que légèrement (de 50% à 48%) mais le classement change : les États-Unis (17%) deviennent la première destination « extra-zone euro », suivis des Centres financiers offshore (6%), du Royaume Uni (5%) et de la Suisse (3%).

L'ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS AU LUXEMBOURG

L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'est établi à 1007 milliards d'euros à fin 2007 contre 874 milliards l'année précédente. Cette hausse est due en grande partie aux nouveaux flux entrants recensés en 2007, les effets de réévaluation ayant été négatifs. La répartition par secteur bénéficiaire montre une concentration au niveau des SPEs dont l'encours s'est élevé, à la fin de l'année 2007, à 950 milliards d'euros (94% du total). En dehors des SPEs, le stock d'investissements directs atteint 57 milliards d'euros dont 27 milliards dans le secteur bancaire résident et 31 milliards dans les assurances et dans l'industrie.

S'agissant de l'origine des investisseurs, les données incluant tous les secteurs résidents laissent apparaître qu'à fin 2007 les encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg sont détenus à 25% par les entreprises établies dans la zone euro et à 75% par les non-résidents de la zone euro. Parmi ces derniers, les maisons-mères établies au Royaume-Uni, avec 50% de l'encours total, constituent la première source d'investissements directs au Luxembourg, suivi par les Centres financiers offshore (13%), les États-Unis (9%) et la Suisse (1%). Les

investissements des pays précités se concentrent dans les SPEs et sont vraisemblablement motivés par des considérations fiscales. En excluant les SPEs, les proportions se modifient significativement : sur un total

de 57 milliards d'euros du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg, les entreprises implantées dans la zone euro détiennent 57% (soit 32 milliards). En dehors de la Zone euro, c'est le Royaume-Uni qui reste le premier pays investisseur (mais sa part relative passe à 8%), suivi par les États-Unis (4%) et la Suisse (3%).

2.3.2 La position des investissements de portefeuille

La position nette négative dans les encours d'investissements de portefeuille s'est fortement accrue pour s'établir à 193 milliards d'euros à la fin de 2007 contre 74 milliards à la fin de 2006. Ce creusement s'explique par le fait que la hausse de 230 milliards dans les engagements de portefeuille a dépassé la progression (111 milliards) des valeurs mobilières étrangères détenues par les résidents. En outre, les effets négatifs de valorisation ont davantage affecté les avoirs (-17 milliards en 2007) que les engagements (-2 milliards).

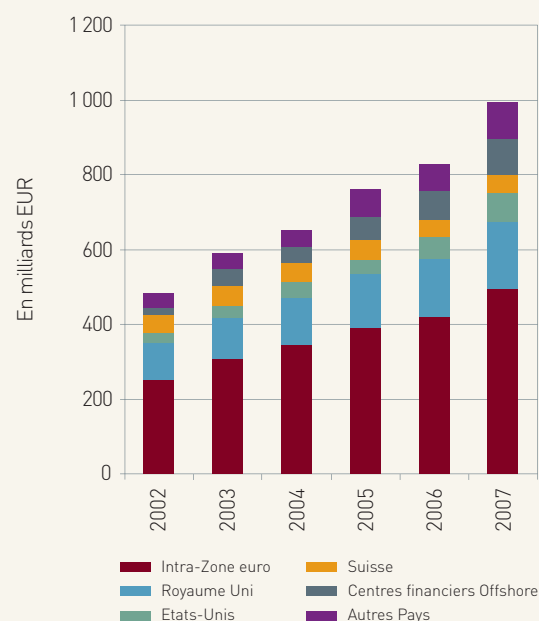
La position nette d'investissements de portefeuille varie fortement en fonction du type d'instruments financiers. Pour les titres de participation, la position débitrice s'est fortement accentuée en passant de 823 milliards d'euros à fin 2006 à 956 milliards à fin 2007. Cette évolution est directement liée à la croissance des fonds d'investissements, croissance qui est restée positive sur toute l'année 2007, et ce malgré le début de la crise financière au troisième trimestre. Pour les titres de créance, la position nette créditrice a aussi progressé (mais à un rythme moindre) en passant de 775 milliards d'euros en 2006 à 790 milliards à la fin de 2007.

LE PORTEFEUILLE DES RÉSIDENTS EN TITRES ÉTRANGERS

Le stock de titres étrangers détenus par les résidents a progressé de 6% en un an pour atteindre 1 958 milliards d'euros à la fin de 2007. La ventilation de ce portefeuille par instrument financier a évolué fortement : en 2002, la part d'obligations était de 57% et celle d'actions de 33%. À fin 2007, ce même portefeuille est composé à 43,6% d'obligations, 49% d'actions et 7,3% d'instruments du marché monétaire. Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) a donc atteint 998 milliards d'euros à fin 2007, soit une hausse de 24 milliards (2,5%) par rapport au niveau de 2006. Malgré des acquisitions nettes de près de 90 milliards au cours de l'année 2007, l'encours de titres de dette détenus n'a progressé que très légèrement (+2,5% pour rappel), en raison des effets négatifs valorisation (-66 milliards, soit -6,8%). L'effet flux ci-dessus (+90 milliards) a donc été partiellement réduit par des pertes de valeur résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs concernés.

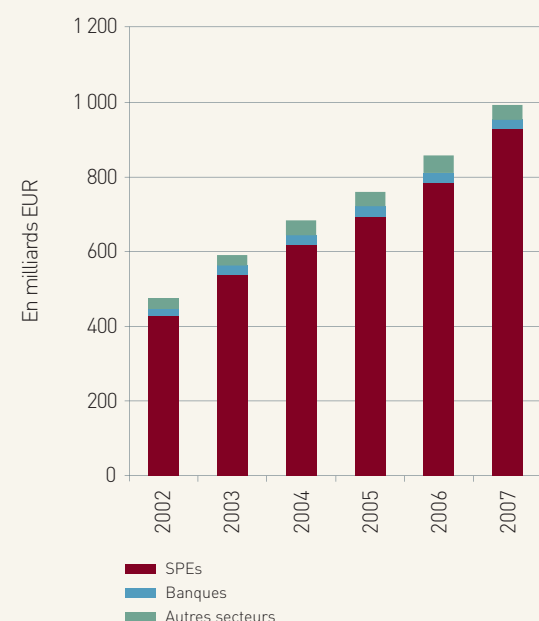
L'encours d'avoirs en titres de participation, qui est évalué à 960 milliards d'euros à la fin de 2007, a augmenté de 87 milliards (10%) par rapport à son niveau de fin 2006. Cette hausse s'explique par des nouveaux achats de 38 milliards réalisés en 2007 et le reste (49 milliards, soit 5,6% de l'encours de départ) correspondant à un ajustement statistique et aux plus values résultant des variations positives des cours boursiers sur certains marchés internationaux (voir graphique).

Graphique 13
Ventilation géographique des IDE luxembourgeois à l'étranger



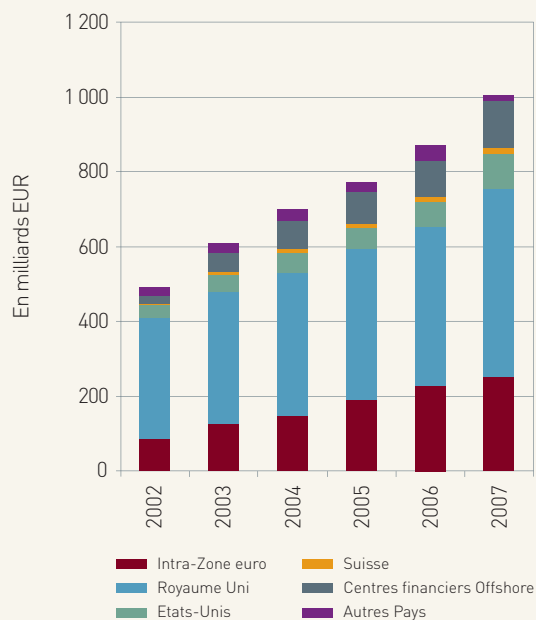
Sources: BCL/STATEC

Graphique 14
Répartition par secteur bénéficiaire des encours d'investissements directs de l'étranger



Sources: BCL/STATEC

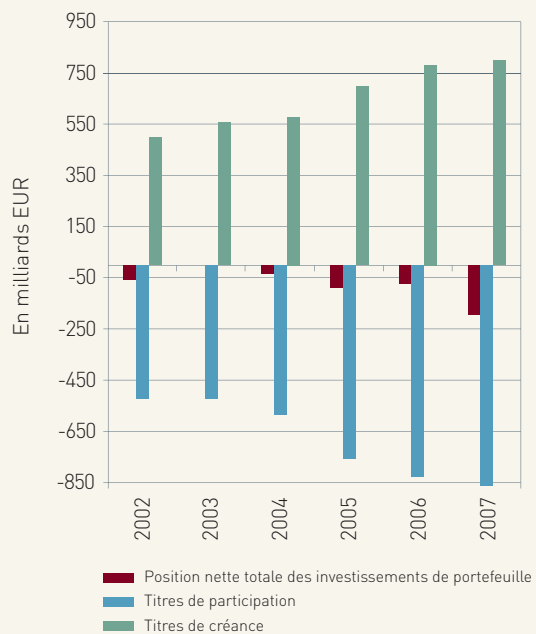
Graphique 15
Origine des encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg



Sources: BCL/STATEC

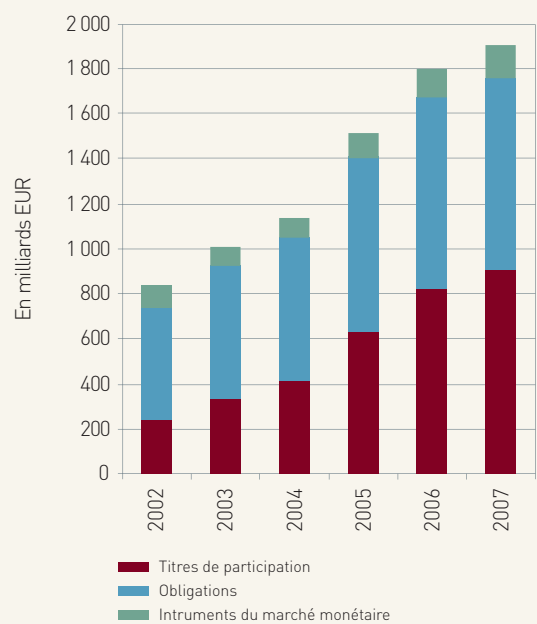
Parmi les détenteurs du portefeuille de titres étrangers, la part des Institutions financières et monétaires s'est élevée à 21% à fin 2007, celle des autres secteurs (essentiellement les OPC non monétaires) étant de 79%. Par ailleurs les investissements des résidents restent traditionnellement orientés vers les pays membres de la zone euro. Celle-ci absorbe 57% des placements en titres de créance et 34% pour les investissements en actions. Les États-Unis, avec respectivement 15% des titres de créance et 17% des titres participation, constituent la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 7% et 8% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents (cfr. encadré ci-dessous).

Graphique 16
Position nette des investissements de portefeuille



Sources: BCL/STATEC

Graphique 17
Encours de titres étrangers détenus par les résidents



Sources: BCL

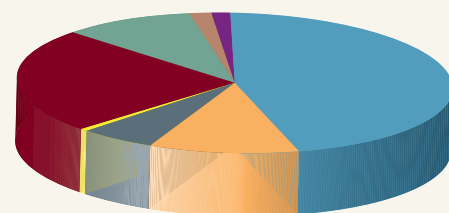
ENQUÊTE COORDONNÉE SUR LES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG¹⁵

L'enquête coordonnée de l'investissement de portefeuille ou CPIS¹⁶, menée sur base annuelle depuis 2001 par le Fonds monétaire international (FMI) permet de constater que la hiérarchie des principaux créanciers et débiteurs mondiaux en matière d'investissement de portefeuille n'a pas été bouleversée.

LES AVOIRS

À fin 2007, la valeur totale des avoirs détenus au Luxembourg en termes d'investissement de portefeuille a progressé de 17,6%¹⁷ par rapport à 2006. Le stock total des investissements de portefeuille du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger à fin 2007 est estimé à 2 883 milliards d'USD, dont 49% sont des titres de participation et 51% sont des titres de créance. Bien que ces investissements soient répartis dans un grand nombre de pays¹⁸, on observe une forte concentration d'actifs dans les pays industrialisés, notamment dans les pays de la zone euro. En effet, 45% des titres que constitue le portefeuille du Luxembourg sont des titres émis par la zone euro. Parmi ces titres, 36% sont des titres de participation et 64% sont des titres de créance.

Graphique 1
RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE
DU LUXEMBOURG EN 2007



AUTRES PAYS D'EUROPE	5,43%
AFRIQUE	0,55%
AMÉRIQUE	24,13%
ASIE - PAYS DU PROCHE ET MOYEN-ORIENT	10,27%
OCEANIE	1,50%
AUTRES	1,53%
ZONE EURO	45,40%
ZONE NON-EURO	11,20%

Source: BCL

15 Encadré rédigé par Monsieur Anh-Tuan BUI.

16 CPIS: Coordinated Portfolio Investment Survey, l'enquête menée auprès des organismes en charge des statistiques de balance des paiements et de position extérieure.

17 Cette progression intègre outre les acquisitions nettes, les fluctuations des cours boursiers et des cours de change.

18 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu) tableau 11.6 « Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois ».

Au sein de la zone euro, l'Allemagne, la France et l'Italie constituent les principaux pays d'investissement pour le Luxembourg. Les titres allemands détenus par le Luxembourg s'élevaient à 369 milliards d'USD et représentent 28% des investissements luxembourgeois dans la zone euro (Tableau 1).

Tableau 1

INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG DANS LA ZONE EURO (en milliards d'USD)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AT	11	15	19	24	26	33	38
BE	28	33	39	47	49	59	68
FI	9	8	11	17	14	17	22
FR	59	69	119	140	161	220	251
DE	150	171	213	230	258	304	369
GR	4	6	10	19	16	22	24
IE	12	15	25	33	38	62	81
IT	47	67	107	130	125	163	189
NL	54	63	82	87	95	117	133
PT	3	4	7	10	10	12	15
ES	24	23	34	60	75	98	118
SI	-	-	-	-	-	-	1
Zone euro	402	475	664	797	868	1 107	1 309
Autres	419	449	669	819	973	1 324	1 574
TOTAL	821	923	1 333	1 616	1 841	2 431	2 883
% *	49,00	51,42	49,84	49,30	47,15	45,53	45,40

Sources : FMI, BCL

* Part de titres émis par les pays de la zone euro dans le portefeuille du Luxembourg.

À l'instar des années précédentes, les trois principales destinations des investissements luxembourgeois en 2007, en dehors de la zone euro, sont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. La part détenue en titres américains est en hausse de 9% par rapport à l'année précédente et estimée à 459 milliards d'USD, dont 52% sont des actions et 48% des obligations.

En 2007, les investissements du Luxembourg dans les pays émergents à forte croissance économique enregistrent une progression soutenue par rapport à 2006. Ainsi, les investissements du Luxembourg dans le BRIC¹⁹ ont-ils augmenté de 53% en un an. Le Luxembourg investit majoritairement en actions dans les pays asiatiques, notamment en Chine, en Inde et au Japon. Tandis qu'en Amérique du Sud, les investissements sont plutôt orientés vers les obligations.

Concernant en particulier la Chine, les investissements du Luxembourg y ont connu une forte progression ces dernières années. L'engouement pour la Chine s'explique d'une part par la performance de ses marchés boursiers (+97% en 2007), et d'autre part par une persistance de la croissance économique avec un taux s'affichant au-delà de 10% pour la cinquième année consécutive. Ce taux a atteint 11,4% en 2007 selon le Bureau d'État des Statistiques en Chine (BES).

Contrairement à la Chine, un fléchissement est observé au niveau des investissements luxembourgeois dans l'économie du Japon à partir de 2005. Sa baisse de 24%, estimée en 2007, du volume des titres japonais détenus par le Luxembourg est imputable en partie à la dépréciation du yen par rapport à l'euro. Toutefois le Japon reste le premier pays en Asie et le deuxième pays hors Union européenne, derrière les États-Unis, selon le classement des principaux pays d'investissements du Luxembourg.

Sur le plan mondial, le stock total d'investissement de portefeuille en actions et titres de dette est estimé à 32 391 milliards d'USD à fin 2006, soit une augmentation de 25% par rapport à fin 2005. Ce stock est composé de 42,5% sous forme de titres de participation, de 50,3% de titres de dette à long terme et de 7,2% de titres de dette à court terme.

19 BRIC : Acronyme pour désigner le groupe de pays formé par le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.

Tableau 2

PRINCIPAUX DÉTENTEURS DE TITRES D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE (en milliards d'USD)

Rang	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
1	US	2 304	US	2 246	US	3 134	US	3 764	US	4 591	US	5 972
2	GB	1 304	JP	1 395	JP	1 721	GB	2 110	GB	2 374	GB	3 068
3	JP	1 290	GB	1 360	GB	1 670	JP	2 010	JP	2 115	LU	2 431
4	LU	821	FR	932	FR	1 370	FR	1 748	FR	1 857	FR	2 429
5	DE	792	LU	923	LU	1 333	LU	1 616	LU	1 841	JP	2 343
6	FR	710	DE	898	DE	1 205	DE	1 515	DE	1 550	DE	1 938
7	IT	552	IT	596	IE	835	IE	1 072	IE	1 182	IE	1 594
8	CH	489	IE	574	IT	791	NL	996	NL	1 101	NL	1 263
9	NL	486	NL	570	NL	788	IT	914	IT	982	IT	1 141
10	IE	433	CH	521	CH	654	CH	758	CH	727	CH	881
11	BE	280	BE	319	ES	424	ES	518	ES	581	BE	677
12	CA	261	ES	270	BE	415	BE	508	BE	551	ES	667
13	HK	206	HK	244	HK	335	HK	401	CA	470	CA	616
14	ES	173	CA	239	CA	323	CA	381	HK	437	HK	592
15	BM	162	BM	188	BM	254	BM	310	BM	392	BM	449
AUTRES PAYS		2 448		2 842		3 792		4 645		5 104		6 331
TOTAL		12 711		14 116		19 046		23 266		25 855		32 391

Sources : FMI, BCL

Selon les résultats de l'enquête CPIS se référant à l'année 2006, le Luxembourg s'était classé troisième en termes de titres étrangers détenus dans le cadre de l'investissement de portefeuille, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni, mais devant la France et le Japon. Le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur estimée à 2 431 milliards d'USD, soit 7,5% du stock mondial, estimé à 32 391 milliards d'USD (Tableau 2).

En 2006, les pays membres de la zone euro détiennent 40% du stock mondial, ce qui les place au premier rang des créanciers mondiaux.

LES ENGAGEMENTS

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. Ainsi, l'un des objectifs de l'enquête CPIS est d'établir des statistiques « miroir » permettant à chaque pays contributeur de connaître les détenteurs non-résidents des titres qu'il a émis. Mais la comparaison des engagements établis dans les positions-titres nationales et des statistiques « miroir » issues de l'enquête CPIS fait apparaître des écarts non négligeables qui ont notamment pour origine la non-exhaustivité²⁰ des participants à cette enquête. Ainsi, les données de l'enquête du FMI de 2006 concernant les engagements du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger sont-elles sous-évaluées de 34% par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure du Luxembourg estimés à 2 530 milliards d'USD.

Selon les résultats de l'enquête 2006, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents atteignait 1 652 milliards d'USD et enregistrait une progression de 33% en un an. Près de 67% des titres luxembourgeois étaient détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels l'Italie occupait la première place avec 325 milliards d'USD, suivie de l'Allemagne et de la Belgique. En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détenaient respectivement 130 et 89 milliards d'USD de titres luxembourgeois (Tableau 3).

20 La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé à l'enquête. Selon le rapport annuel du Comité de la Balance de Paiements du FMI, il y avait environ 70 participants à l'enquête CPIS 2006.

À la fin de 2006, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents était composé de 76% de titres de participation (1263 milliards d'USD), principalement de parts d'OPC et 24% d'obligations (389 milliards d'USD). Le stock de titres de participation détenus par les non-résidents avait augmenté de 350 milliards d'USD en un an. Cette augmentation était due en grande partie aux acquisitions nettes, mais aussi aux effets de valorisation.

Tableau 3

PRINCIPAUX DÉTENTEURS DE TITRES ÉMIS PAR LE LUXEMBOURG (en milliards d'USD)

Classement 2006		2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	Part 2006 en %
1	IT	106	147	190	215	230	325	19,66
2	DE	103	124	171	225	247	300	18,18
3	BE	57	61	77	87	104	136	8,20
4	CH	73	82	106	120	115	131	7,90
5	FR	31	39	50	68	87	124	7,50
6	JP	46	56	54	72	76	89	5,40
7	UK	22	26	39	54	63	87	5,25
8	ES	7	12	20	36	46	65	3,92
9	NL	8	8	14	24	31	61	3,68
10	US	13	14	23	38	46	60	3,64
	(*)	3	2	3	4	7	3	0,21
	Autres pays	54	78	113	168	186	272	16,47
	TOTAL	525	649	859	1 111	1 237	1 652	

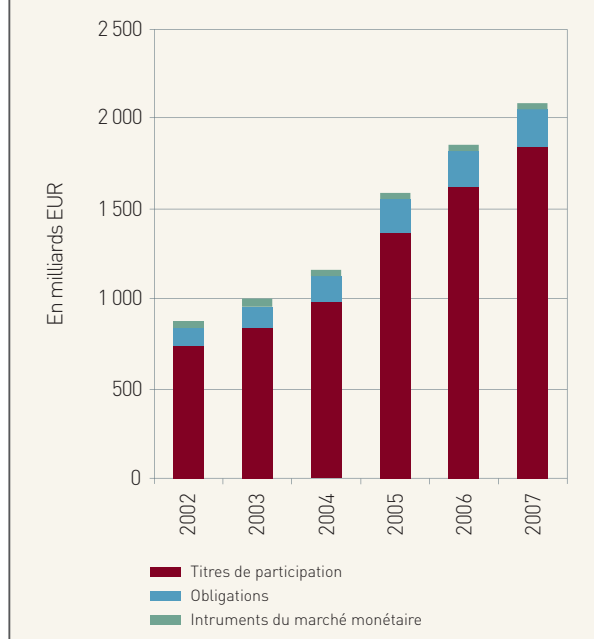
Source FMI

Montants en milliards d'USD.

(*) Réserves de change et Organisations internationales.

Graphique 18

Encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents



Sources: BCL

LE PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS EN TITRES LUXEMBOURGEOIS

L'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a atteint 2 151 milliards d'euros à la fin de l'année 2007, soit une hausse de 12% (229 milliards) par rapport à la fin de l'année précédente. À la fin de 2007, les engagements de portefeuille du Luxembourg étaient composés à 89% de titres de participation, à 10% d'obligations et à 1% d'instruments du marché monétaire. L'encours de titres de participation émis reste habituellement dominé par les parts d'OPC qui en représentent 96% (soit 1 836 milliards sur un total de 1 916 milliards à fin 2007). Entre 2006 et 2007, le stock de titres de participation détenus par les non-résidents a augmenté de 220 milliards, en grande partie suite aux émissions nettes de parts d'OPC (188 milliards en 2007) mais aussi suite à un effet positif de valorisation. Les engagements en titres de créance se sont établis à 235 milliards à la fin de 2007, soit une hausse de 9 milliards (4,6%) par rapport à fin 2006. Sans la prise en compte des effets négatifs de valorisation (-11 milliards, soit -4,8%), l'encours de titres de créance émis aurait progressé de 20 milliards conformément aux achats nets recensés sur toute l'année 2007.

Enfin, l'enquête CPIS conduite par le FMI indique que les résidents de la Zone euro, du Royaume-Uni, du Japon et des États-Unis sont parmi les principaux détenteurs des titres émis par le Luxembourg (voir encadré ci-dessous).

2.3.3 La position des autres investissements (dépôts et crédits)

Les autres investissements, avec les avoirs de réserve (dans une très moindre mesure), constituent les seules rubriques sur lesquelles le Luxembourg dégage un solde positif dans sa position extérieure globale. Ce solde positif s'est établi à 253 milliards d'euros fin 2007, en forte augmentation par rapport à la fin de l'année 2006 (164 milliards). Cette évolution tient à la fois à la hausse de la position créditrice des institutions financières monétaires (IFM, y compris la BCL) et des « autres secteurs ». ²¹ Les IFM résidentes ont augmenté de 38 milliards leur position créditrice qui a atteint 95 milliards à la fin de l'année 2007. Les créances sur les non-résidents ont progressé de 16% en atteignant 569 milliards fin 2007. La hausse des engagements envers les des non-résidents s'est en revanche limitée à 9% à 474 milliards à la fin de 2007.

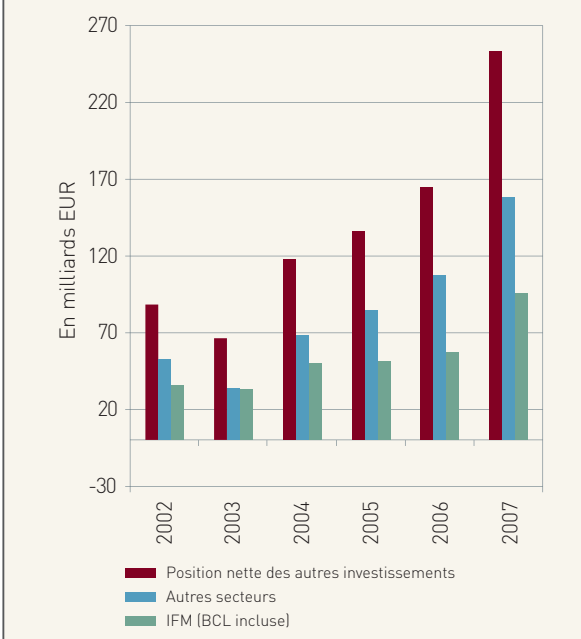
Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et OPC non monétaires, ont également connu une progression très importante en 2007. L'encours de créances accordées aux non-résidents par les autres secteurs a augmenté de 24% pour atteindre 608 milliards à la fin de 2007. L'encours d'engagements de ces mêmes secteurs a également augmenté en 2007 (mais dans une moindre proportion, +18%) pour s'établir à 450 milliards à la fin de l'année 2007. La position nette créditrice des autres secteurs s'est de ce fait fortement accru (+47%) en 2007 pour atteindre 158 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution est en partie le résultat de la hausse continue du nombre d'entités financières non-bancaires ayant pour principal objectif la levée des fonds (sous forme d'émissions des titres de créance ou d'emprunts ordinaires) dont le produit est ensuite prêté à la maison-mère ou aux autres entités du groupe. De ce point de vue, une large part du solde positif de la position des autres investissements est la contrepartie directe des soldes négatifs des investissements directs et des investissements de portefeuille.

La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre qu'à la fin de 2007, la Zone euro a absorbé 40% de dépôts et prêts envers les non-résidents. Du côté des engagements, les pays membres de la zone euro représentent 44% de dépôts et prêts consentis par les non-résidents. La Zone euro a toutefois subi une perte régulière de sa quote-part dans les autres avoirs et engagements du Luxembourg qui se situait encore respectivement à 60% et 53% en 2002. En dehors de la zone euro, le Royaume-Uni, les États-Unis, les centres financiers offshore et la Suisse occupent une place non négligeable dans la position des autres investissements du Luxembourg.

2.4 CONCLUSION

La position créditrice nette du Luxembourg s'est détériorée de 8% en atteignant 38 milliards d'euros à la fin de l'année 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006. Les actifs financiers étrangers détenus par les résidents ont pourtant fortement progressé (+13%) en s'établissant à 4 136 milliards d'euros à fin décembre 2007. Cette hausse de 472 milliards d'euros en un an a résulté essentiellement de nouvelles exportations de capitaux telles que recensées dans la balance des paiements. Ces nouveaux flux (489,6 milliards au total) ont toutefois été partiellement réduits par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers. Ces effets négatifs de valorisation ont également affecté (mais

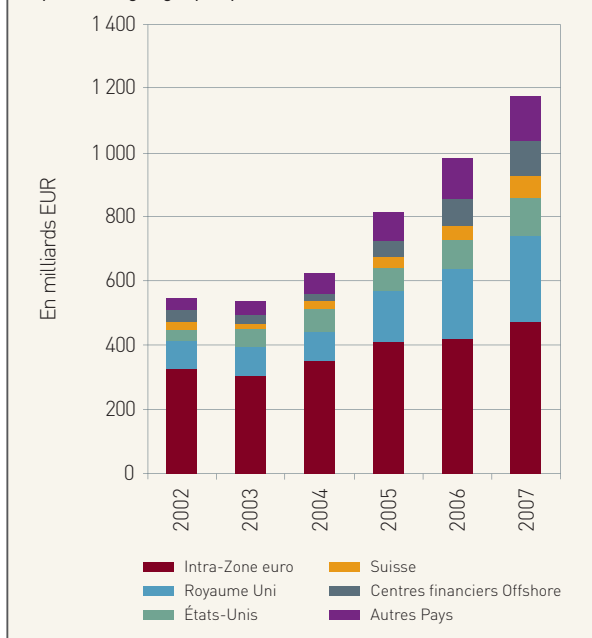
Graphique 19
Évolution de la position nette des autres investissements



Sources: BCL

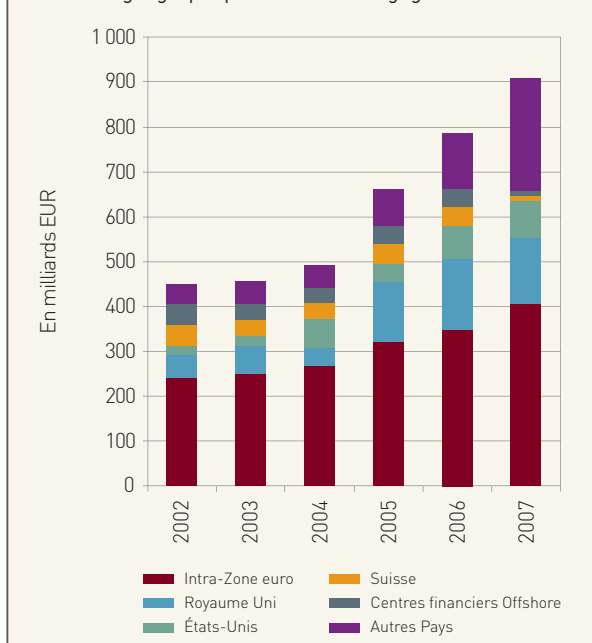
²¹ La BCL a contribué à concurrence de 18 milliards à la position nette (95 milliards au total) des autres investissements de toutes les IFM résidentes. Cette contribution de la BCL se compose essentiellement des créances nettes vis-à-vis de l'Eurosystème résultant des opérations de politique monétaire et de la gestion du système des paiements TARGET.

Graphique 20
Répartition géographique des autres avoirs



Sources: BCL

Graphique 21
Ventilation géographique des autres engagements



Sources: BCL

dans une moindre mesure) les engagements financiers extérieurs qui ont progressé de 476 milliards d'euros (sous l'effet d'importantes entrées de fonds) pour atteindre 4 098 milliards d'euros à la fin de 2007. Ce sont donc ces effets négatifs de valorisation qui ont occasionné la réduction du solde positif de la position extérieure du Luxembourg à la fin de 2007, en raison du fait qu'ils ont affecté davantage les avoirs (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards) financiers extérieurs.

Outre la mise en évidence des facteurs explicatifs de la détérioration de la position nette telle qu'observée à la fin de l'année 2007, la présente analyse a montré la structure de cette même position. Cette structure se caractérise en effet par des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs et d'investissements de portefeuille, fortement compensés par une position excédentaire dans les autres investissements. L'analyse a également présenté la ventilation sectorielle et géographique de la position extérieure du Luxembourg au niveau des investissements directs, des investissements de portefeuille et des autres investissements.

Dans les investissements directs, le secteur prépondérant demeure celui des entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens large) qui occupent 94% du stock d'investissements directs. La répartition géographique des encours change fondamentalement selon qu'on tient compte ou non des sociétés holdings. Si on en tient compte, à côté des de la zone euro, des pays comme le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore et la Suisse sont les principaux partenaires. En excluant ces sociétés holdings, pour se focaliser notamment sur les entreprises qui affectent l'activité productive et l'emploi, les encours d'investissements directs restent largement dominés par la zone euro. Les poids relatifs des autres partenaires tels que le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore et la Suisse se réduisent de façon significative.

L'examen par type des capitaux d'investissements directs montre la position nette dans les capitaux propres reste structurellement négative tandis qu'elle est structurellement positive dans les prêts entre affiliés, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

Dans les investissements de portefeuille, la position nette varie également en fonction du type d'instruments financiers. Pour les titres de participation, la position nette reste structurellement débitrice (956 milliards d'euros à fin 2007). Pour les titres de créance, la position nette reste structurellement créditrice (790 milliards à la fin de 2007). Cette situation est directement liée à l'importance des fonds d'investissements (OPC). Les engagements de portefeuille du Luxembourg sont en effet dominés par les parts d'OPC (1 836 milliards d'euros sur un total de 2 151 milliards à fin 2007, soit 85%). La ventilation géographique, disponible au

niveau des avoirs de portefeuille, indique une différence importante selon les instruments. Les investissements des résidents en titres de créance restent traditionnellement orientés vers les pays membres de la zone euro qui absorbe 57%. Ce pourcentage descend à 34% lorsqu'il s'agit d'investissements en actions. Les États-Unis, avec respectivement 15% des titres de créance et 27% des titres participation, constituent

la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 7% et 8% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents.

Dans les autres investissements (dépôts et crédits classiques), la position extérieure du Luxembourg reste structurellement créditrice. C'est d'ailleurs cette rubrique qui compense totalement les déficits dans les investissements directs et dans les investissements de portefeuille. Le solde positif dans les autres investissements s'est fortement accru en 2007 en s'établissant à 253 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution s'est observée au niveau de différents secteurs : les IFM résidentes ont ainsi augmenté de 38 milliards leur position créditrice qui a atteint 95 milliards à la fin de l'année 2007. Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et les OPC non monétaires, ont également connu une progression très importante en 2007. Leur position nette créditrice s'est établie à 158 milliards d'euros à la fin de l'année.

La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre une forte proportion (bien qu'en baisse régulière ces dernières années) des pays membres de la zone euro d'où proviennent 44% des engagements du Luxembourg et qui absorbe 40% de dépôts et des crédits envers les non-résidents. Hors zone euro, tout comme pour les investissements de portefeuille et pour les investissements directs, le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore ainsi que la Suisse occupent une place de choix dans la position « dépôts – crédits » du Luxembourg.



3 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES « (IN)STABILITÉ FINANCIÈRE, SUPERVISION ET INJECTIONS DE LIQUIDITÉS : UNE APPROCHE D'ÉQUILIBRE GÉNÉRAL DYNAMIQUE²²»

Dans les modèles standards de cycles réels (modèles dynamiques et stochastiques d'équilibre général), tous les marchés sont supposés parfaitement compétitifs. En particulier, le marché des capitaux (ou le marché du crédit) n'est pas affecté par des asymétries et/ou des imperfections informationnelles, de même que par des risques de défauts. Cependant, dans la réalité, les imperfections sur le marché du crédit existent. Elles peuvent même être importantes et sont certainement un des facteurs susceptibles d'expliquer la sévérité des crises comme la grande dépression de 1929 ou encore la toute récente crise financière liée aux crédits à risques, qualifiés de subprimes. Ce rôle central du marché du crédit peut également expliquer l'importance de la régulation actuelle du secteur bancaire (et qui pourrait encore être sujette à l'avenir à un renforcement) alors que la dérégulation est plutôt de mise dans la plupart des autres industries. Il peut également expliquer pourquoi les banques centrales sont si promptes à réagir aux crises en injectant des liquidités sur le marché interbancaire, malgré le risque d'aléa moral qui en résulte.

Dans ce papier, nous développons le modèle standard de cycles réels dans le but de comprendre le rôle de la régulation du secteur bancaire et les effets d'injections de liquidités par la banque centrale sur les fluctuations économiques. Pour ce faire, nous introduisons un secteur bancaire hétérogène (c'est-à-dire avec un marché interbancaire explicite) de même que la possibilité pour les firmes et les banques de faire défaut. Nous introduisons également deux institutions. La première est en charge de la supervision bancaire. Elle a pour mission de s'assurer que les banques couvrent une fraction de leurs actifs bilantaires risqués par des fonds propres. La seconde est une banque centrale. Elle est susceptible d'injecter (ou de reprendre) des liquidités sur le marché interbancaire de manière à stabiliser le taux d'intérêt interbancaire. Le modèle adopté dans cette étude est calibré sur données trimestrielles luxembourgeoises, puis simulé.

Dans un premier temps, nous nous intéressons aux effets de la supervision et plus précisément aux répercussions dues au passage d'une régulation dite de Bâle I (la pondération associée à chaque avoir risqué est fixe dans le temps) à une régulation dite de Bâle II (la pondération peut évoluer en fonction de la perception du risque). Nous montrons qu'une hausse de la productivité des firmes (choc exogène) diminue leur risque de défaut et, comme conséquence, le risque de défaut des banques. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela réduit le niveau minimum de couverture requis sous Bâle II. Cet effet d'offre (plus de fonds peuvent être prêtés) diminue les taux d'intérêt et stimule in fine la demande et donc le PIB. En conclusion, bien qu'il ressort de nos simulations que l'adoption de Bâle II se traduirait par une plus grande stabilité financière du secteur bancaire (la variation du taux de défaut est plus faible que sous Bâle I), de telles règles augmenteraient la volatilité de l'économie «dite réelle».

Dans un second temps, nous regardons les effets induits par les interventions (ou non) de la banque centrale sur le marché interbancaire. En d'autres termes, en cas de crise, la banque centrale peut soit laisser le taux d'intérêt interbancaire se tendre (car la demande de liquidité est supérieure à l'offre), ou au contraire injecter des liquidités (c'est-à-dire augmenter l'offre) de manière à le stabiliser. Nous montrons qu'à court terme, les injections de liquidités stabilisent tant le secteur financier que l'économie réelle : en augmentant «artificiellement» l'offre de crédit, elles permettent d'une part de maintenir les taux d'intérêt bas (et donc de diminuer le risque de défaut des banques mais aussi des firmes) et d'autre part d'éviter un assèchement du crédit. Cependant, en maintenant «artificiellement» bas les taux, la banque centrale va accentuer cette différence entre la demande et l'offre de crédit par les banques privées. Cela crée des distorsions qui, à plus long terme, peuvent être potentiellement déstabilisantes pour l'économie réelle. Nous montrons que ces effets - négatifs - de long terme sont cependant faibles par rapport aux effets - positifs - de court terme.

22 Cette note est un résumé non technique du Cahier d'Études N°35 de la BCL : «Financial (in)stability, supervision and liquidity injections : a dynamic general equilibrium approach», par G. de Watque, O. Pierrard et A. Rouabah.

Ce travail de recherche vise à mieux comprendre le marché du crédit et doit être vu comme une première étape. En effet, le modèle dynamique d'équilibre général que nous avons construit est relativement simple et il devrait maintenant être enrichi (par exemple dans la tradition néo-keynésienne, c'est-à-dire avec l'introduction de rigidités nominales et avec un taux directeur fixé selon une règle de Taylor) afin d'affiner nos résultats.

3 STATISTIQUES

1	Statistiques de politique monétaire	118
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	118
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	120
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	122
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	123
1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	126
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	127
1.7	Position de liquidité du système bancaire	128
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	130
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale)	130
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	132
2.4	Eléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	133
3	Marchés des capitaux et taux d'intérêt	134
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats	134
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours	135
3.5	Taux d'intérêt du marché monétaire	136
3.6	Rendements des emprunts publics	137
3.7	Indices boursiers	138
3.8	Taux de change	139
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	140
4.1	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois	140
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	141
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	142
4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	144
4.14	Evolution du nombre des OPC luxembourgeois	146
4.15	Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	147
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	148
4.23	Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises	148
5	Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés	150
5.1	Activité bancaire internationale: ventilation géographique	150
5.2	Activité bancaire internationale: ventilation par devise	152
5.3	Activité bancaire internationale: part du Luxembourg	154
10	Balance des paiements du Luxembourg	156
10.1	Balance des paiements du Luxembourg: résumé	156
11	Position extérieure globale du Luxembourg	157
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg: résumé	157

Tableau 1.1

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

1. Actif

	Avoirs et créances en or	Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	Créances en devises sur des résidents de la zone euro	Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Cessions temporaires de réglage fin	Cessions temporaires à des fins structurelles	Facilité de prêt marginal	Appels de marge versés	Autres concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	Créances en euros sur des administrations publiques	Autres actifs	Total de l'actif
2006																
30 juin	175 541	142 060	25 727	13 526	448 556	328 500	120 000	0	0	55	1	6 112	91 607	40 048	169 593	1 112 770
25 juil.	175 151	143 773	24 836	12 907	455 265	335 001	120 000	0	0	262	2	6 394	88 668	40 049	178 111	1 125 154
29 août	175 059	143 525	24 427	12 382	437 511	317 500	120 002	0	0	0	9	7 552	84 738	40 049	187 782	1 113 025
26 sep.	174 246	142 209	27 038	10 916	431 000	310 997	120 002	0	0	1	0	9 108	83 067	40 049	194 897	1 112 530
31 oct.	175 141	142 403	22 094	10 232	434 045	314 000	120 002	0	0	43	0	10 083	80 856	40 022	203 860	1 118 736
28 nov.	174 657	142 241	22 846	11 462	441 532	321 501	120 002	0	0	23	6	9 353	78 953	40 027	212 243	1 133 314
28 déc.	174 015	146 966	22 865	11 550	441 498	321 498	120 000	0	0	0	0	10 797	77 984	39 912	216 734	1 142 321
Elargissement de la zone euro																
2007																
25 jan.	176 720	142 344	22 098	13 760	437 508	317 502	120 000	0	0	6	0	12 534	82 066	39 359	221 759	1 148 148
22 fév.	176 484	143 291	21 430	14 104	431 514	301 500	130 001	0	0	0	13	13 982	85 892	39 311	224 388	1 150 396
29 mars	181 399	140 655	23 212	15 736	433 565	283 500	150 001	0	0	64	0	14 759	88 942	39 283	225 053	1 162 604
26 avril	180 703	142 051	25 014	14 463	440 018	288 500	149 999	0	0	1 519	0	15 800	92 358	39 240	226 661	1 176 308
31 mai	179 995	143 270	25 379	15 353	434 509	284 501	150 002	0	0	6	0	14 415	94 861	37 643	233 014	1 178 439
28 juin	172 756	141 647	24 433	16 713	464 608	313 499	150 002	0	0	1 104	3	13 759	93 704	37 147	243 686	1 208 453
26 juil.	172 141	143 246	24 268	16 207	465 667	315 501	150 003	0	0	155	8	14 018	94 246	37 148	245 643	1 212 584
30 août	172 000	144 162	26 385	17 458	400 116	209 998	190 001	0	0	110	7	11 825	93 275	37 145	255 168	1 157 534
27 sep.	186 233	141 973	23 907	16 098	455 216	190 000	265 000	0	0	215	1	13 276	95 415	37 122	281 156	1 250 396
25 oct.	185 723	142 191	23 817	18 128	447 025	182 000	265 004	0	0	2	19	15 409	95 836	37 122	298 253	1 263 504
29 nov.	185 357	142 164	25 167	14 504	463 068	178 001	285 004	0	0	60	3	20 972	95 865	37 103	313 066	1 297 266
27 déc.	201 546	135 171	41 911	13 827	637 176	368 607	268 476	0	0	91	2	23 898	96 045	37 063	324 609	1 511 244
Elargissement de la zone euro																
2008																
31 jan.	201 452	143 046	34 525	14 501	435 999	167 501	268 491	0	0	4	3	30 695	99 340	38 634	332 726	1 330 918
28 fév.	201 299	137 826	24 714	14 538	451 481	183 001	268 479	0	0	0	1	30 801	106 297	38 635	331 167	1 336 758
27 mars	201 136	141 123	34 814	14 906	486 031	215 999	270 000	0	0	0	32	34 996	108 042	38 640	331 116	1 390 804
24 avril	209 643	138 660	40 142	15 890	468 020	173 000	295 001	0	0	1	18	34 832	109 350	38 592	350 730	1 405 859
29 mai	209 545	136 301	54 943	15 613	455 821	170 002	285 027	0	0	791	1	32 095	114 000	38 007	366 920	1 423 245
26 juin	209 353	135 270	56 283	14 686	483 006	208 001	275 004	0	0	0	1	31 723	114 708	38 002	379 679	1 462 710
31 juil.	208 342	136 858	54 698	16 401	466 022	165 999	300 018	0	0	0	5	35 232	111 658	37 456	377 895	1 444 562
28 août	208 251	135 372	55 143	15 417	467 044	167 001	300 000	0	0	39	4	38 180	111 091	37 457	381 184	1 449 139
25 sep.	208 111	134 408	103 153	15 042	487 311	180 001	300 516	0	0	6 788	6	46 408	111 284	37 474	375 357	1 518 548
30 oct.	220 193	155 164	205 828	11 232	839 593	326 565	501 789	0	0	11 230	10	63 626	116 915	37 441	381 454	2 031 447

Source: BCE

2. Passif

	Billets en circulation	Engagement 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	Engagement en euros d'autres résidents de la zone euro	Engagement en euros envers des non-résidents de la zone euro	Engagement en devises envers des résidents de la zone euro	Engagement 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
2006																		
30 juin	580 132	158 523	157 350	1 164	0	0	9	89	0	94 027	14 548	119	8 706	5 692	66 168	121 984	62 782	1 112 770
25 juil.	586 208	168 335	168 273	59	0	0	3	90	0	87 531	15 343	118	10 287	5 692	66 659	121 984	62 907	1 125 154
29 août	584 865	166 133	166 099	34	0	0	0	99	0	78 439	16 183	106	9 860	5 692	65 258	121 984	64 406	1 113 025
26 sep.	585 919	167 068	167 024	32	0	0	12	121	0	71 011	16 865	121	12 152	5 692	67 023	121 984	64 574	1 112 530
31 oct.	591 960	165 545	165 437	42	0	0	66	121	0	73 924	16 104	112	6 658	5 701	70 313	123 721	64 577	1 118 736
28 nov.	593 657	170 843	170 831	12	0	0	0	128	0	78 971	16 332	104	6 940	5 701	72 331	123 721	64 586	1 133 314
28 déc.	628 011	177 226	177 196	29	0	0	1	87	0	40 510	16 948	88	11 856	5 701	73 561	123 721	64 612	1 142 321
Elargissement de la zone euro																		
2007																		
25 jan.	602 691	177 871	176 124	20	1 727	0	0	106	1	68 710	19 340	169	13 326	5 611	71 935	121 990	66 398	1 148 148
22 fév.	603 630	179 129	177 803	494	832	0	0	134	0	68 642	17 904	290	13 634	5 611	72 346	121 990	67 086	1 150 396
29 mars	613 605	181 014	179 754	1 103	155	0	2	106	0	65 823	18 774	158	13 458	5 578	71 110	125 521	67 457	1 162 604
26 avril	619 662	183 664	183 574	18	64	0	8	127	0	69 973	19 521	296	15 878	5 578	67 760	125 521	68 328	1 176 308
31 mai	626 775	188 221	188 025	196	0	0	0	196	0	54 555	20 254	156	16 418	5 578	72 435	125 521	68 330	1 178 439
28 juin	633 076	183 186	182 086	1 100	0	0	0	226	0	77 881	28 116	178	16 059	5 517	78 893	117 010	68 311	1 208 453
26 juil.	638 962	196 804	195 209	1 595	0	0	0	216	0	71 036	18 698	323	17 299	5 517	78 406	117 010	68 313	1 212 584
30 août	637 187	132 614	132 296	318	0	0	0	189	0	73 187	20 859	134	19 410	5 517	82 536	117 010	68 891	1 157 534
27 sep.	637 292	192 150	186 667	5 472	0	0	11	170	0	73 572	23 913	613	18 112	5 398	99 223	131 060	68 893	1 250 396
25 oct.	637 770	191 911	191 746	155	0	0	10	150	0	76 606	25 394	215	18 611	5 398	107 491	131 060	68 898	1 263 504
29 nov.	645 697	203 794	203 522	267	0	0	5	137	0	75 096	28 748	240	19 443	5 398	118 744	131 060	68 909	1 297 266
27 déc.	676 677	379 181	267 335	8 831	101 580	0	1 435	126	0	46 173	45 090	2 490	15 552	5 278	124 377	147 410	68 890	1 511 244
Elargissement de la zone euro																		
2008																		
31 jan.	652 624	199 240	198 471	510	0	0	259	256	0	55 057	48 797	1 301	19 267	5 311	131 749	147 665	69 651	1 330 918
28 fév.	654 216	194 369	193 576	226	0	0	567	211	0	79 692	34 399	762	18 591	5 311	130 945	147 665	70 597	1 336 758
27 mars	661 447	226 290	225 091	964	0	0	235	179	0	79 273	47 914	1 254	19 589	5 311	131 288	147 666	70 593	1 390 804
24 avril	664 260	197 364	196 875	140	0	0	349	184	0	90 394	58 072	888	19 348	5 148	142 150	156 231	71 820	1 405 859
29 mai	672 006	207 582	207 516	55	0	0	11	156	0	71 916	73 373	2 280	16 514	5 148	146 100	156 231	71 939	1 423 245
26 juin	677 441	227 208	226 528	674	0	0	6	206	0	81 404	77 470	2 998	15 575	5 148	147 357	156 231	71 672	1 462 710
31 juil.	688 625	214 824	214 732	87	0	0	5	227	0	66 414	78 868	2 093	18 325	5 120	146 032	152 364	71 670	1 444 562
28 août	683 529	204 298	204 060	232	0	0	6	152	0	85 026	80 059	884	17 339	5 120	148 693	152 364	71 675	1 449 139
25 sep.	681 659	243 461	215 393	28 059	0	0	9	318	0	62 326	127 464	2 136	16 068	5 120	155 952	152 364	71 680	1 518 548
30 oct.	727 706	458 872	179 442	279 365	0	0	64	208	0	109 414	303 381	680	16 706	5 384	168 731	168 685	71 681	2 031 447

Source: BCE

Tableau 1.2

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

1. Actif

	Avoirs et créances en or	Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	Créances en devises sur des résidents de la zone euro	Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Cessions temporaires de réglage fin	Cessions temporaires à des fins structurelles	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	Créances envers l'Euro-système	Autres actifs	Total de l'actif
2006																	
juin	35	177	30	1 037	40 583	30 721	9 862	0	0	0	0	1	1 923	0	4 674	1 395	49 855
juil.	35	177	30	1 017	40 620	31 128	9 492	0	0	0	0	1	1 938	0	3 645	1 304	48 767
août	35	178	30	976	40 981	32 539	8 442	0	0	0	0	1	1 971	0	3 532	1 307	49 011
sep.	36	172	31	1 006	40 917	32 723	8 183	0	0	11	0	1	1 925	0	3 362	1 407	48 857
oct.	36	169	31	1 238	40 837	32 489	8 348	0	0	0	0	1	1 959	0	4 132	1 313	49 716
nov.	35	169	39	1 273	39 963	30 825	9 138	0	0	0	0	0	1 985	0	6 834	1 491	51 789
déc.	36	164	37	1 301	41 511	32 668	8 843	0	0	0	0	1	2 350	0	5 327	1 729	52 436
oct.	36	169	31	1 238	40 837	32 489	8 348	0	0	0	0	1	1 959	0	4 132	1 313	49 716
nov.	35	169	39	1 273	39 963	30 825	9 138	0	0	0	0	0	1 985	0	6 834	1 491	51 789
déc.	36	164	37	1 301	41 511	32 668	8 843	0	0	0	0	1	2 350	0	5 327	1 729	52 436
Elargissement de la zone euro																	
2007																	
jan.	36	160	37	1 373	38 230	29 387	8 843	0	0	0	0	2	2 278	0	6 087	1 589	49 792
fév.	36	160	37	1 429	41 336	32 454	8 882	0	0	0	0	2	2 227	0	2 794	1 610	49 631
mars	37	156	37	1 481	40 128	30 856	9 272	0	0	0	0	2	2 134	0	5 955	1 679	51 609
avril	37	156	38	1 530	38 147	29 019	9 128	0	0	0	0	2	2 489	0	8 014	1 605	52 018
mai	37	157	75	1 441	40 122	30 686	9 436	0	0	0	0	2	2 575	0	5 231	1 619	51 259
juin	36	156	74	1 430	41 904	33 072	8 832	0	0	0	0	3	2 633	0	3 065	1 772	51 073
juil.	36	158	37	1 485	39 570	31 039	8 531	0	0	0	0	5	2 647	0	6 510	1 660	52 108
août	36	160	37	1 482	30 242	21 646	8 596	0	0	0	0	30	2 598	0	15 265	1 658	51 508
sep.	39	170	216	1 457	40 875	28 143	12 732	0	0	0	0	31	2 547	0	9 928	1 866	57 129
oct.	39	149	286	1 502	32 393	19 661	12 732	0	0	0	0	31	2 488	0	15 261	1 742	53 891
nov.	39	150	325	1 404	32 949	19 007	13 942	0	0	0	0	439	2 393	0	19 021	1 705	58 425
déc.	42	97	1 306	1 254	32 915	24 126	8 789	0	0	0	0	731	2 085	0	18 428	2 179	59 037
Elargissement de la zone euro																	
2008																	
jan.	42	151	1 648	1 193	25 233	18 426	6 807	0	0	0	0	762	2 014	0	21 930	1 955	54 928
fév.	42	288	447	1 232	29 871	22 101	7 770	0	0	0	0	556	2 226	0	20 434	1 975	57 071
mars	44	416	1 295	1 191	33 487	24 442	9 045	0	0	0	0	559	2 288	0	18 473	2 294	60 047
avril	44	427	2 703	1 279	28 504	18 629	9 875	0	0	0	0	159	2 561	0	20 626	2 106	58 409
mai	44	507	4 277	1 279	30 787	23 091	7 696	0	0	0	0	124	2 620	0	19 691	2 129	61 458
juin	43	322	4 747	1 372	39 469	30 867	8 376	0	0	226	0	141	2 530	0	9 169	2 366	60 159
juil.	43	312	4 719	1 545	31 721	23 641	8 080	0	0	0	0	229	2 587	0	16 256	2 183	59 595
août	43	199	5 006	1 653	30 660	22 700	7 921	0	0	39	0	250	2 555	0	18 302	2 184	60 852
sep.	46	458	10 784	1 628	34 520	20 770	12 043	0	0	1 707	0	251	2 496	0	17 026	2 465	69 674
oct.	46	229	10 878	1 701	46 994	29 882	13 782	0	0	3 330	0	449	2 350	0	6 252	2 249	71 148

Source: BCL

2. Passif

	Billets en circulation	Engagement 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	Engagement en euros envers d'autres résidents de la zone euro	Engagement en euros envers des non-résidents de la zone euro	Engagement en devises envers des résidents de la zone euro	Engagement en devises envers des non-résidents de la zone euro	Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	Engagements envers l'Euro-système	Autres passifs	Comptes de réévaluations	Capital et réserves	Total du passif
2006																			
juin.	1 172	10 161	10 161	0	0	0	0	0	0	494	7	0	30	20	37 006	767	37	161	49 855
juil.	1 191	8 858	8 858	0	0	0	0	0	0	490	7	0	30	20	37 444	529	37	161	48 767
août.	1 183	8 542	8 542	0	0	0	0	0	0	487	13	0	31	20	37 886	651	37	161	49 011
sep.	1 190	7 726	7 726	0	0	0	0	0	0	483	20	0	31	20	38 337	851	38	161	48 857
oct.	1 201	8 335	8 335	0	0	0	0	0	0	479	28	0	31	20	38 854	569	38	161	49 716
nov.	1 209	9 802	9 802	0	0	0	0	0	0	476	39	0	31	20	39 302	711	38	161	51 789
déc.	1 269	9 742	9 742	0	0	0	0	0	0	473	32	0	38	19	39 812	879	31	161	52 456
Elargissement de la zone euro																			
2007																			
jan.	1 259	7 171	7 171	0	0	0	0	0	0	469	13	0	38	19	40 109	522	31	161	49 792
fév.	1 253	6 534	6 528	6	0	0	0	0	0	466	7	0	37	19	40 460	663	31	161	49 631
mars	1 282	7 736	7 736	0	0	0	0	0	0	463	3	0	37	19	40 947	923	31	168	51 609
avril	1 299	8 034	8 034	0	0	0	0	0	0	460	10	0	38	19	41 386	573	31	168	52 018
mai	1 307	6 616	6 616	0	0	0	0	0	0	457	11	0	76	19	41 849	725	31	168	51 259
juin	1 323	5 720	5 720	0	0	0	0	0	0	453	10	0	75	19	42 298	980	27	168	51 073
juil.	1 338	6 756	6 756	0	0	0	0	0	0	450	13	0	42	19	42 704	591	27	168	52 108
août.	1 332	5 556	5 556	0	0	0	0	0	0	446	20	0	73	19	43 125	742	27	168	51 508
sep.	1 332	10 293	10 293	0	0	0	0	0	0	442	60	0	218	19	43 510	1 058	29	168	57 129
oct.	1 341	6 946	6 946	0	0	0	0	0	0	439	98	0	267	19	44 004	580	29	168	53 891
nov.	1 349	10 974	10 974	0	0	0	0	0	0	435	73	0	305	19	44 369	704	29	168	58 425
déc.	1 414	10 780	10 780	0	0	0	0	0	0	434	82	0	296	18	44 786	1 027	32	168	59 037
Elargissement de la zone euro																			
2008																			
jan.	1 353	6 652	6 652	0	0	0	0	0	0	427	82	0	558	18	45 112	526	32	168	54 928
fév.	1 360	8 248	8 242	0	0	0	6	5	0	424	54	0	571	18	45 498	693	32	168	57 071
mars	1 374	10 476	10 476	0	0	0	0	0	0	420	132	0	415	18	45 951	1 046	43	172	60 047
avril	1 393	8 591	8 591	0	0	0	0	0	0	416	133	0	637	18	46 477	529	43	172	58 409
mai	1 397	10 856	10 856	0	0	0	0	0	0	413	125	0	788	18	46 927	719	43	172	61 458
juin	1 411	9 159	9 159	0	0	0	0	0	0	409	143	0	346	18	47 369	1 097	35	172	60 159
juil.	1 428	8 156	8 156	0	0	0	0	0	0	406	432	0	501	18	47 842	605	35	172	59 595
août.	1 421	9 158	9 158	0	0	0	0	0	0	402	527	0	126	18	48 237	756	35	172	60 852
sep.	1 422	16 233	11 114	5 119	0	0	0	0	0	397	557	0	461	18	48 880	1 484	50	172	69 674
oct.	1 513	17 131	7 927	9 202	0	0	2	0	0	394	803	0	61	18	50 110	896	50	172	71 148

Source: BCL

Tableau 1.3

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

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

Source: BCE

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

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

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

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

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

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

Tableau 1.4

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres ¹⁾²⁾1. Opérations principales de refinancement ³⁾ (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	Soumission (montant)	Adjudication (montant)	Appels d'offres à taux fixe		Appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
			Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
2007								
7 nov.	275 580	160 000		4,00	4,14	4,15	7	
14	280 458	182 000		4,00	4,15	4,16	7	
21	277 051	169 000		4,00	4,17	4,19	7	
28	257 966	178 000		4,00	4,18	4,20	7	
5 déc.	253 519	163 000		4,00	4,18	4,20	7	
12	280 565	218 500		4,00	4,18	4,21	7	
19	377 148	348 607		4,00	4,21	4,21	16	
28	47 652	20 000		4,00	4,20	4,27	7	
Elargissement de la zone euro								
2008								
4 jan.	275 291	128 500		4,00	4,18	4,21	5	
9	283 354	151 500		4,00	4,20	4,22	7	
16	242 078	190 500		4,00	4,16	4,21	7	
23	234 633	175 500		4,00	4,16	4,19	7	
30	253 268	167 500		4,00	4,18	4,20	7	
6 fév.	223 805	161 500		4,00	4,17	4,20	7	
13	223 706	187 500		4,00	4,10	4,18	7	
20	226 655	178 000		4,00	4,10	4,15	7	
27	233 242	183 000		4,00	4,10	4,15	7	
5 mars	240 542	176 500		4,00	4,11	4,14	7	
12	260 402	209 500		4,00	4,12	4,16	7	
19	295 701	202 000		4,00	4,16	4,20	7	
26	302 534	216 000		4,00	4,23	4,28	7	
2 avril	283 699	150 000		4,00	4,21	4,25	7	
9	247 590	130 000		4,00	4,23	4,24	7	
16	249 682	204 500		4,00	4,21	4,26	7	
23	218 419	173 000		4,00	4,21	4,25	7	
30	247 451	170 000		4,00	4,26	4,29	7	
7 mai	229 288	150 000		4,00	4,26	4,29	7	
14	208 523	191 500		4,00	4,18	4,26	7	
21	203 091	176 500		4,00	4,15	4,22	7	
28	224 080	170 000		4,00	4,19	4,23	7	
4 juin	210 100	153 000		4,00	4,17	4,22	7	
11	202 780	191 000		4,00	4,03	4,18	7	
18	224 290	188 000		4,00	4,03	4,13	7	
25	243 286	208 000		4,00	4,07	4,25	7	
2 juil.	254 664	154 500		4,00	4,10	4,15	7	
9	263 642	175 000		4,25	4,32	4,37	7	
16	265 931	155 000		4,25	4,34	4,36	7	
23	268 193	175 500		4,25	4,35	4,38	7	
30	247 409	166 000		4,25	4,38	4,42	7	
6 août	241 886	160 000		4,25	4,38	4,41	7	
13	233 394	430		4,25	4,37	4,40	7	
20	228 735	454		4,25	4,38	4,40	7	
27	226 453	424		4,25	4,39	4,42	7	
3 sep.	226 254	411		4,25	4,39	4,41	7	
10	223 273	422		4,25	4,39	4,41	7	
17	328 662	533		4,25	4,53	4,58	7	
24	334 044	506		4,25	4,73	4,78	7	
1 oct.	228 012	419		4,25	4,65	4,96	7	
8	271 271	436		4,25	4,70	4,99	7	
15	310 412	604	3,75				7	
22	305 421	703	3,75				7	
29	325 112	736	3,75				7	
5 nov.	311 991	756	3,75				7	

Source: BCE

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

Tableau 1.4 (suite)

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres ¹⁾²⁾**2. Opérations de refinancement à plus long terme** (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	Soumission (montant)	Adjudication (montant)	Appels d'offres à taux fixe		Appels d'offres à taux variable		Durée (en nombre de jours)
			Taux fixe	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
2007							
1 fév.	79 099	50 000			3,72	3,74	85
1 mars	80 110	50 000			3,80	3,81	91
29	76 498	50 000			3,87	3,87	91
27 avril	71 294	50 000			3,96	3,97	90
31 mai	72 697	50 000			4,06	4,07	91
28 juin	66 319	50 000			4,11	4,12	91
26 juil.	78 703	50 000			4,20	4,20	98
24 août	125 787	40 000			4,49	4,61	91
30	119 755	50 000			4,56	4,62	91
13 sep.	139 021	75 000			4,35	4,52	90
27	85 353	50 000			4,50	4,63	84
1 nov.	87 587	50 000			4,45	4,53	91
23	147 977	60 000			4,55	4,61	90
29	132 386	50 000			4,65	4,70	91
12 déc.	105 126	60 000			4,81	4,88	92
20	48 476	48 476			4,00	4,56	98
Elargissement de la zone euro							
2008							
31 jan.	98 183	50 000			4,21	4,33	92
21 fév.	110 490	60 000			4,15	4,26	91
28	109 612	50 000			4,16	4,23	91
13 mars	132 591	60 000			4,25	4,40	91
27	131 334	50 000			4,44	4,53	91
3 avril	103 109	25 000			4,55	4,61	189
2 mai	101 175	50 000			4,67	4,75	90
22	86 628	50 000			4,50	4,68	84
29	97 744	50 000			4,51	4,62	91
12 juin	99 781	50 000			4,60	4,72	91
26	89 836	50 000			4,50	4,67	91
10 juil.	74 579	25 000			4,93	5,03	182
31	107 684	50 000			4,70	4,76	91
14 août	78 920	50 000			4,61	4,74	91
28	77 216	50 000			4,60	4,74	91
11 sep.	69 500	50 000			4,45	4,66	91
25	154 577	50 000			4,98	5,11	84
30	141 683	120 000			4,36	4,88	38
9 oct.	113 793	50 000			5,36	5,57	182
30 ⁵⁾	103 108	103 108		3,75			91

Source: BCE

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

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

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

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

5) Le 8 octobre, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

Tableau 1.4 (suite)

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres ¹⁾²⁾**3. Autres opérations par voie d'appels d'offres** ⁴⁾ (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Adjudications (montant)	Appels d'offres à taux fixe		Appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
				Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
2006									
10 oct.	Opération de cession temporaire	36 120	9 500			3,00	3,05	3,06	1
12 déc.	Opération de cession temporaire	21 565	2 500			3,25	3,32	3,33	1
Elargissement de la zone euro									
2007									
13 mars	Reprise de liquidité en blanc	2 300	2 300			3,50			1
17 avril	Reprise de liquidité en blanc	42 245	22 500			3,75			1
14 mai	Reprise de liquidité en blanc	2 460	2 460			3,75			1
12 juin	Reprise de liquidité en blanc	12 960	6 000			3,75			1
10 juil.	Opération de cession temporaire	17 385	2 500			4,00	4,06	4,07	1
9 août	Reprise de liquidité en blanc	94 841	94 841			4,00			1
10	Reprise de liquidité en blanc	110 035	61 050			4,00	4,05	4,08	3
13	Reprise de liquidité en blanc	84 452	47 665			4,00	4,06	4,07	1
14	Reprise de liquidité en blanc	45 967	7 700			4,00	4,07	4,07	1
6 sep.	Reprise de liquidité en blanc	90 895	42 245			4,00	4,06	4,13	1
11	Opération de cession temporaire	66 388	60 000			4,00			1
9 oct.	Opération de cession temporaire	40 235	24 500			4,00			1
12	Opération de cession temporaire	40 080	30 000			4,00			5
13 nov.	Opération de cession temporaire	27 750	27 750			4,00			1
7 déc.	Reprise de liquidité en blanc	37 615	8 000			4,00			5
11	Reprise de liquidité en blanc	23 550	21 000			4,00			1
17	Reprise de liquidité en blanc	36 610	36 610			4,00			2
19	Reprise de liquidité en blanc	133 610	133 610			4,00			1
20	Reprise de liquidité en blanc	165 815	150 000			4,00			1
21	Reprise de liquidité en blanc	141 565	141 565			4,00			6
27	Reprise de liquidité en blanc	145 640	145 640			4,00			1
28	Reprise de liquidité en blanc	160 450	150 000			4,00			3
Elargissement de la zone euro									
2008									
2 jan.	Reprise de liquidité en blanc	168 640	168 640			4,00			1
3	Reprise de liquidité en blanc	212 620	200 000			4,00			1
15	Reprise de liquidité en blanc	45 712	20 000			4,00			1
12 fév.	Reprise de liquidité en blanc	29 155	16 000			4,00			1
11 mars	Opération de cession temporaire	45 085	9 000			4,00	4,13	4,14	1
20	Opération de cession temporaire	65 810	15 000			4,00	4,13	4,20	5
31	Opération de cession temporaire	30 720	15 000			4,00	4,06	4,13	1
15 avril	Reprise de liquidité en blanc	14 880	14 880			4,00			1
13 mai	Reprise de liquidité en blanc	32 465	23 500			4,00			1
10 juin	Reprise de liquidité en blanc	18 505	14 000			4,00			0
8 juil.	Reprise de liquidité en blanc	14 585	14 585			4,00			0
12 août	Reprise de liquidité en blanc	22 630	21 000			4,25			1
9 sep.	Reprise de liquidité en blanc	20 145	20 145			4,25			1
15	Opération de cession temporaire	90 270	30 000			4,25	4,30	4,39	1
16	Opération de cession temporaire	102 480	70 000			4,25	4,32	4,40	1
18	Opération de cession temporaire	49 330	25 000			4,25	4,30	4,39	1
24	Opération de cession temporaire	50 335	40 000			4,25	4,25	4,35	1
1 oct.	Reprise de liquidité en blanc	173 047	173 047			4,25			1
2	Reprise de liquidité en blanc	216 051	200 000			4,25			1
3	Reprise de liquidité en blanc	193 844	193 844			4,25			3
6	Reprise de liquidité en blanc	171 947	171 947			4,25			1
7	Reprise de liquidité en blanc	147 491	147 491			4,25			1
9	Opération de cession temporaire	24 682	24 682			3,75			6

Source: BCE

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

Tableau 1.5

Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro

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

Assiette des réserves à fin	Total	Exigibilités soumises à un taux de réserves de 2 %		Exigibilités soumises à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts (à vue, à terme d'une durée < ou égale à 2 ans, avec préavis)	Titres de créance d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)	Pensions	Titres de créance à plus de 2 ans
2007						
jan.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 508,5
fév.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 556,9
mars	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 592,8
avril	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 606,1
mai	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 646,4
juin	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 685,1
juil.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 690,9
août	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 687,5
sep.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 649,0
oct.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 664,2
nov.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 646,4
déc.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 633,9
Elargissement de la zone euro						
2008						
jan.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 654,4
fév.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 651,2
mars	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 627,1
avril	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 640,0
mai	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 659,6
juin	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 508,5
juil.	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 508,5
août	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5	3 508,5

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 sur 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.

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

Période de constitution prenant fin en	Réserves à constituer ²⁾	Réserves constituées ³⁾	Excédents de réserves ⁴⁾	Déficits de réserves ⁵⁾	Taux de rémunération des réserves obligatoires ⁶⁾
2007					
16 jan.	174,3	175,3	1,0	0,0	3,6
13 fév.	175,8	176,5	0,8	0,0	3,6
13 mars	179,8	180,6	0,8	0,0	3,6
17 avril	181,8	182,6	0,8	0,0	3,8
14 mai	182,2	183,2	1,0	0,0	3,8
12 juin	185,3	186,2	0,9	0,0	3,8
10 juil.	188,3	189,6	1,2	0,0	4,1
7 août	191,3	192,0	0,7	0,0	4,1
11 sep.	191,9	192,7	0,9	0,0	4,1
9 oct.	192,5	193,4	0,9	0,0	4,2
13 nov.	193,7	194,4	0,7	0,0	4,1
11 déc.	195,9	196,8	1,0	0,0	4,2
Elargissement de la zone euro					
2008					
15 jan.	199,8	200,9	1,1	0,0	4,2
12 fév.	201,6	202,4	0,8	0,0	4,2
11 mars	204,6	205,3	0,7	0,0	4,1
15 avril	206,9	207,5	0,6	0,0	4,2
13 mai	207,8	208,6	0,8	0,0	4,2
10 juin	207,3	208,1	0,8	0,0	4,2
8 juil.	211,9	212,7	0,8	0,0	4,1
12 août	214,1	214,8	0,7	0,0	4,4

Source: BCE

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

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

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

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

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

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

Tableau 1.6

Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg

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

Assiette des réserves à fin	Total	Exigibilités soumises à un taux de réserves de 2 %		Exigibilités soumises à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts (à vue, à terme d'une durée < ou égale à 2 ans, avec préavis)	Titres de créance d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)	Titres en pension	Titres de créance à plus de 2 ans
2007						
jan.	526 963	405 932	15 980	27 697	9 456	67 898
fév.	511 351	392 112	15 173	27 495	9 593	66 978
mars	519 959	399 430	16 283	27 173	9 982	67 091
avril	520 352	399 015	16 411	26 769	11 754	66 403
mai	531 654	409 728	17 804	29 056	9 992	65 074
juin	529 042	405 702	16 886	29 579	9 731	67 144
juil.	538 321	412 946	18 172	28 922	11 361	66 920
août	544 413	418 176	16 034	29 463	12 628	68 112
sep.	545 969	421 231	16 454	28 679	10 963	68 642
oct.	560 962	434 925	17 888	29 419	11 646	67 011
nov.	562 089	435 215	18 519	28 274	12 070	68 011
déc.	549 328	422 183	18 777	28 332	13 288	66 748
Elargissement de la zone euro						
2008						
jan.	562 810	441 975	15 608	28 671	10 563	65 993
fév.	549 992	431 542	14 521	28 286	11 038	64 605
mars	541 964	427 481	15 527	28 104	10 838	60 014
avril	550 346	433 078	14 502	28 125	12 257	62 384
mai	543 901	427 123	15 391	27 764	12 134	61 489
juin	539 470	423 487	16 856	26 886	11 009	61 232
juil.	549 711	429 122	17 143	26 117	11 394	65 935
août	567 594	444 985	16 096	27 456	12 979	66 078
sep.	572 826	448 933	18 144	26 222	14 788	64 739

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 de la 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.

2. Constitution des réserves ¹⁾ (en millions de EUR – moyenne sur la période des positions quotidiennes; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Période de constitution prenant fin en	Réserves à constituer ²⁾	Réserves constituées ³⁾	Excédents de réserves ⁴⁾	Déficits de réserves ⁵⁾	Taux de rémunération des réserves obligatoires ⁶⁾
2007					
16 jan.	8 130,2	8 159,2	29,0	0,0	3,57
13 fév.	8 207,5	8 229,5	22,0	0,0	3,55
13 mars	8 280,9	8 301,7	20,7	0,0	3,55
17 avril	8 424,1	8 440,3	16,2	0,0	3,81
14 mai	8 132,0	8 149,0	17,8	0,0	3,82
12 juin	8 300,2	8 312,1	13,6	1,7	3,80
10 juil.	8 294,9	8 310,0	15,1	0,0	4,06
7 août	8 536,4	8 551,4	15,0	0,2	4,06
11 sep.	8 437,4	8 449,0	11,6	0,0	4,09
9 oct.	8 608,0	8 650,2	42,3	0,0	4,18
13 nov.	8 669,8	8 686,8	17,0	0,0	4,12
11 déc.	8 739,3	8 760,4	21,1	0,0	4,17
Elargissement de la zone euro					
2008					
15 jan.	9 041,9	9 068,1	26,1	0,0	4,20
12 fév.	9 060,5	9 080,2	19,7	0,0	4,17
11 mars	8 804,9	8 827,6	22,7	0,0	4,10
15 avril	9 137,4	9 158,8	21,3	0,0	4,19
13 mai	8 907,1	8 931,1	24,0	0,0	4,24
10 juin	8 846,1	8 870,9	24,8	0,0	4,17
8 juil.	8 937,5	8 965,2	27,7	0,0	4,06
12 août	8 836,3	8 855,7	19,4	0,6	4,4
9 sep.	8 792,8	8 817,1	24,3	0,0	4,4

Source: BCL

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

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

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

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

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

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

Tableau 1.7

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

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

2008													
15 jan.	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2	
12 fév.	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5	
11 mars	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7	
15 avril	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9	
13 mai	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,9	-112,3	208,6	876,5	
10 juin	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7	
8 juil.	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3	
12 août	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2	
9 sep.	376,6	163,5	300,0	0,1	0,0	0,6	0,7	685,0	61,1	-121,2	214,0	899,5	
7 oct.	417,3	174,1	334,3	7,5	5,9	19,9	45,5	684,3	55,2	-82,6	216,8	921,0	

Source: BCE

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

Tableau 2.2

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

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

1 Actif

	Créances envers des résidents de la zone euro			Portefeuille de titres autres que les actions émises par des résidents de la zone euro				Parts d'OPC monétaires	Portefeuille d'actions et de participations émises par des résidents de la zone euro			Créances sur des non-résidents de la zone euro	Actifs immobilisés	Autres créances	Total de l'actif	
	sur les IFM	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	émis par des IFM	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités	émises par des IFM		émises par d'autres entités							
2007																
jan	424 879	316 568	5 240	103 071	223 833	118 355	55 291	50 187	382	18 237	3 406	14 830	365 337	3 776	28 653	1 065 097
fév	418 788	310 269	4 558	103 961	223 791	118 180	53 263	52 348	278	10 846	3 535	7 311	367 721	3 796	27 724	1 052 945
mars	430 082	319 974	4 873	105 234	229 675	121 096	53 959	54 620	548	11 335	3 443	7 892	367 008	3 827	26 645	1 069 119
avril	433 458	322 379	4 708	106 371	226 038	121 102	48 167	56 770	540	11 569	3 396	8 173	376 475	3 834	27 551	1 079 466
mai	438 972	322 911	5 019	111 042	234 578	126 337	49 318	58 922	759	11 808	3 255	8 553	382 095	3 883	29 464	1 101 559
juin	439 733	323 990	5 033	110 711	239 589	126 449	52 743	60 396	258	12 050	3 306	8 744	386 045	3 914	27 576	1 109 165
juil	449 976	331 804	4 939	113 233	240 127	127 112	50 412	62 603	288	13 078	4 078	9 000	387 445	3 943	27 616	1 122 473
août	441 498	323 460	4 308	113 730	241 140	128 422	49 412	63 305	299	13 039	4 071	8 968	403 516	4 043	30 300	1 133 835
sep	463 321	343 523	4 249	115 549	242 720	130 264	48 048	64 407	183	13 096	4 203	8 892	398 582	4 070	30 663	1 152 634
oct	488 063	366 874	4 231	116 958	248 474	135 109	49 067	64 298	361	13 809	4 183	9 626	407 162	4 081	29 887	1 191 837
nov	491 288	366 132	4 252	120 904	244 036	135 088	44 452	64 496	421	13 001	4 161	8 840	410 995	4 081	34 454	1 198 276
déc	477 078	345 544	4 191	127 343	239 621	132 643	43 320	63 658	406	13 125	4 215	8 909	404 403	4 063	30 394	1 169 089
Elargissement de la zone euro																
2008																
jan	508 649	372 105	4 213	132 331	242 104	136 747	41 146	64 212	244	13 633	4 353	9 280	406 366	3 507	36 698	1 211 202
fév.	510 747	371 267	4 735	134 745	244 311	143 606	37 892	62 813	269	14 691	4 857	9 834	402 040	3 317	35 552	1 210 926
mars	508 188	369 219	4 620	134 349	247 590	144 532	39 900	63 158	216	13 736	3 982	9 754	417 930	3 284	36 088	1 227 033
avril	521 104	378 522	5 037	137 545	251 929	149 435	42 364	60 130	217	14 860	3 972	10 888	425 397	3 020	35 594	1 252 121
mai	527 143	385 556	4 438	137 149	259 036	154 175	39 580	65 280	318	14 679	3 949	10 730	419 799	2 959	34 742	1 258 675
juin	527 995	382 085	4 983	140 927	246 432	150 609	37 808	58 016	387	15 044	4 066	10 978	418 305	3 280	30 007	1 241 450
juil.	522 649	375 639	4 482	142 527	258 324	156 249	42 766	59 308	278	15 185	4 003	11 182	422 059	2 884	32 406	1 253 785
août	524 333	373 254	4 380	146 698	263 121	157 689	44 142	61 290	443	15 145	4 007	11 138	441 035	2 847	33 208	1 280 130
sep.	556 936	401 810	4 277	150 850	251 150	149 893	43 815	57 442	552	15 030	4 174	10 856	454 131	2 816	38 964	1 319 579
oct.	547 493	387 083	4 980	155 430	250 466	144 759	46 052	59 655	450	14 755	4 162	10 594	489 888	2 800	48 982	1 354 834

Source: BCL

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

2 Passif

	Dépôts des résidents de la zone euro								Parts d'OPC monétaires ²⁾	Titres de créance émis ²⁾	Capital et réserves	Engagements envers des non-résidents de la zone euro	Autres exigibilités	Total du passif
	IFM	Autres administrations publiques / autres résidents de la zone euro	Autres administrations publiques / autres résidents de la zone euro				Pensions							
			Dépôts à vue	Dépôts à terme	Dépôts remboursables avec préavis									
2007														
jan	485 244	272 682	2 554	210 007	82 942	113 819	13 066	181	112 192	79 102	47 364	313 468	27 728	1 065 097
fév	482 818	274 318	2 902	205 598	79 529	112 815	13 034	220	115 323	77 653	48 004	301 038	28 109	1 052 945
mars	492 358	279 465	2 778	210 115	81 104	114 173	14 542	296	116 509	78 506	48 217	306 699	26 831	1 069 119
avril	498 445	286 524	2 790	209 131	84 401	109 861	14 499	371	117 465	77 916	47 395	310 262	27 981	1 079 466
mai	499 029	279 777	3 281	215 971	82 760	118 294	14 489	428	126 234	77 694	49 327	319 727	29 549	1 101 559
juin	506 812	291 288	3 224	212 300	81 696	115 850	14 534	220	130 062	78 320	48 292	318 422	27 257	1 109 165
juil	512 808	287 473	2 022	223 313	84 413	121 712	16 887	301	136 348	79 075	49 066	318 437	26 738	1 122 473
août	507 896	284 206	1 856	221 834	83 854	124 522	12 827	630	139 880	79 132	49 335	328 647	28 945	1 133 835
sep	522 317	296 702	2 211	223 404	82 951	125 821	13 993	640	139 642	79 276	49 616	332 248	29 536	1 152 634
oct	545 833	311 859	1 665	232 308	83 473	134 402	13 767	665	143 229	77 834	50 041	344 256	30 644	1 191 837
nov	545 321	309 758	1 662	233 901	90 875	126 356	15 782	888	146 797	79 088	49 834	343 969	33 266	1 198 276
déc	527 322	300 784	2 347	224 191	83 223	125 894	14 192	882	144 450	77 937	50 255	339 347	29 777	1 169 089
Elargissement de la zone euro														
2008														
jan	538 756	301 457	1 574	235 724	94 063	125 541	15 292	828	156 155	75 279	49 715	348 263	43 035	1 211 202
fév.	545 228	314 228	1 446	229 554	87 877	126 476	14 179	1 021	157 818	69 412	50 203	348 235	40 029	1 210 926
mars	562 706	324 029	2 021	236 655	94 122	125 918	15 420	1 196	160 854	69 775	49 573	345 710	38 416	1 227 033
avril	565 474	326 129	2 013	237 332	92 226	127 247	16 305	1 554	165 255	72 392	49 046	358 632	41 322	1 252 121
mai	570 818	336 954	2 374	231 490	91 260	123 622	15 181	1 428	164 915	72 225	49 359	361 826	39 532	1 258 675
juin	562 450	331 173	1 908	229 369	90 592	123 295	14 182	1 300	161 364	72 304	49 344	360 419	35 569	1 241 450
juil.	555 201	326 400	2 269	226 532	85 967	123 055	16 195	1 316	169 960	75 582	47 797	367 232	38 013	1 253 785
août	552 565	319 799	1 870	230 896	83 075	131 670	14 885	1 266	174 924	78 224	48 618	387 761	38 038	1 280 130
sep.	582 519	340 187	2 136	240 195	93 097	132 191	13 713	1 193	186 981	78 256	50 923	381 039	39 862	1 319 579
oct.	594 617	355 756	2 596	236 265	87 395	134 380	13 893	596	172 020	79 434	51 061	397 240	60 462	1 354 834

Source: BCL

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

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

Tableau 2.3

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

	M 3									
	M 2			Dépôts à terme d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis < ou égal à 3 mois	Total	Pensions	Titres d'OPC monétaires	Titres de créance d'une durée < ou égale à 2 ans	Total
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Total							
2003										
mars	331,0	2 169,9	2 500,9	1 073,4	1 427,4	5 001,7	221,8	553,1	103,1	5 879,7
juin	348,2	2 212,4	2 560,6	1 074,2	1 462,6	5 097,4	215,6	572,7	104,3	5 990,0
sep.	367,2	2 254,7	2 621,9	1 053,1	1 496,2	5 171,2	218,9	582,1	92,1	6 064,3
déc.	386,9	2 293,7	2 680,6	1 031,0	1 522,3	5 233,9	218,4	596,1	92,7	6 141,1
2004										
mars	405,3	2 352,4	2 757,7	1 005,2	1 551,0	5 313,9	216,8	600,2	94,5	6 225,4
juin	421,2	2 374,1	2 795,3	999,9	1 584,7	5 379,9	217,3	611,0	100,1	6 308,3
sep.	438,0	2 419,1	2 857,1	993,1	1 600,9	5 451,1	215,9	609,5	100,1	6 376,6
déc.	468,4	2 480,5	2 948,9	1 040,5	1 642,9	5 632,3	228,8	604,9	102,3	6 568,3
2005										
jan.	459,9	2 506,1	2 966,0	1 015,4	1 655,9	5 637,3	228,7	616,4	99,2	6 581,6
fév.	463,6	2 506,6	2 970,2	1 013,0	1 660,3	5 643,5	227,0	615,4	114,1	6 600,0
mars	471,8	2 525,8	2 997,6	1 017,7	1 665,2	5 680,5	227,0	614,5	106,0	6 628,0
avril	481,1	2 550,0	3 031,1	1 034,8	1 672,5	5 738,4	226,3	627,8	120,9	6 713,4
mai	485,8	2 578,3	3 064,1	1 035,7	1 678,7	5 778,5	239,2	634,8	113,5	6 766,0
juin	496,6	2 808,0	3 304,6	1 027,4	1 520,2	5 852,2	238,9	621,3	118,5	6 830,9
juil.	506,4	2 814,7	3 321,1	1 042,5	1 525,7	5 889,3	238,6	635,1	119,2	6 882,2
août	500,9	2 767,7	3 268,6	1 054,3	1 530,0	5 852,9	249,2	639,7	121,0	6 862,8
sep.	507,2	2 815,4	3 322,6	1 078,4	1 532,0	5 933,0	234,4	631,5	119,9	6 918,8
oct.	510,5	2 838,8	3 349,3	1 088,7	1 532,2	5 970,2	241,4	629,0	121,4	6 962,0
nov.	514,5	2 864,0	3 378,5	1 085,9	1 531,3	5 995,7	239,3	629,7	130,0	6 994,7
déc.	532,9	2 947,0	3 479,9	1 123,7	1 550,0	6 153,6	221,9	615,8	126,2	7 117,5
2006										
jan.	520,8	2 922,2	3 443,0	1 113,7	1 565,7	6 122,4	237,0	608,4	143,4	7 111,2
fév.	524,8	2 917,2	3 442,0	1 134,8	1 569,2	6 146,0	235,0	610,2	152,7	7 143,9
mars	532,2	2 936,0	3 468,2	1 162,0	1 570,9	6 201,1	235,9	603,1	163,1	7 203,2
avril	540,3	2 992,0	3 532,3	1 201,5	1 569,3	6 303,1	249,7	613,1	163,9	7 329,8
mai	543,6	3 006,5	3 550,1	1 189,1	1 568,5	6 307,7	258,2	621,6	173,7	7 361,2
juin	553,7	3 044,4	3 598,1	1 208,7	1 565,7	6 372,5	245,1	616,5	161,8	7 395,9
juil.	562,7	3 009,8	3 572,5	1 232,9	1 562,6	6 368,0	250,5	627,4	160,3	7 406,2
août	559,0	2 956,9	3 515,9	1 267,8	1 562,6	6 346,3	264,9	639,7	179,1	7 430,0
sep.	563,2	3 018,2	3 581,4	1 304,8	1 558,9	6 445,1	263,8	645,6	178,7	7 533,2
oct.	567,1	2 996,5	3 563,6	1 341,7	1 551,8	6 457,1	261,3	644,7	194,3	7 557,4
nov.	571,5	3 038,2	3 609,7	1 367,3	1 543,5	6 520,5	260,8	636,9	199,4	7 617,6
déc.	592,2	3 164,3	3 756,5	1 414,8	1 557,1	6 728,4	248,0	614,1	198,7	7 789,2
	Elargissement de la zone euro									
2007										
jan.	575,6	3 106,1	3 681,7	1 446,4	1 558,4	6 686,5	262,3	641,8	220,7	7 811,3
fév.	578,7	3 095,3	3 674,0	1 469,6	1 547,1	6 690,7	268,8	652,0	231,8	7 843,3
mars	588,4	3 146,9	3 735,3	1 534,1	1 544,8	6 814,2	282,0	666,3	239,9	8 002,4
avril	594,7	3 160,7	3 755,4	1 567,8	1 537,1	6 860,3	281,6	681,9	241,8	8 065,6
mai	597,6	3 179,3	3 776,9	1 599,7	1 533,4	6 910,0	285,2	702,5	254,6	8 152,3
juin	604,9	3 240,2	3 845,1	1 634,3	1 526,3	7 005,7	282,2	699,0	242,4	8 229,3
juil.	612,9	3 217,9	3 830,8	1 694,8	1 516,1	7 041,7	287,1	712,6	239,8	8 281,2
août	610,5	3 137,8	3 748,3	1 765,5	1 508,1	7 021,9	297,6	706,2	260,5	8 286,2
sep.	610,4	3 212,2	3 822,6	1 795,6	1 501,6	7 119,8	295,4	682,5	282,3	8 380,0
oct.	613,5	3 176,1	3 789,6	1 890,9	1 525,1	7 205,6	293,5	684,2	298,8	8 482,1
nov.	618,6	3 210,9	3 829,5	1 916,0	1 518,8	7 264,3	301,8	696,9	313,3	8 576,3
déc.	638,5	3 262,0	3 900,5	1 985,0	1 539,6	7 425,1	283,0	660,6	316,8	8 685,5
	Elargissement de la zone euro									
2008										
jan.	623,1	3 227,6	3 850,7	2 040,1	1 545,7	7 436,5	307,4	737,4	297,8	8 779,1
feb.	628,7	3 171,2	3 799,9	2 115,9	1 542,9	7 458,7	314,4	750,1	276,3	8 799,5
mars	632,9	3 218,0	3 850,9	2 130,5	1 548,4	7 529,8	314,0	742,4	282,3	8 868,5
avril	641,3	3 194,0	3 835,3	2 227,2	1 546,6	7 609,1	329,0	752,3	268,5	8 958,9
mai	645,7	3 220,8	3 866,5	2 260,7	1 542,5	7 669,7	333,4	756,1	289,4	9 048,6
juin	652,1	3 257,3	3 909,4	2 264,4	1 538,7	7 712,5	331,5	732,7	286,0	9 062,7
juil.	658,7	3 178,3	3 837,0	2 365,1	1 528,6	7 730,7	333,2	742,5	289,4	9 095,8
août	656,0	3 133,4	3 789,4	2 425,0	1 526,1	7 740,5	343,1	756,7	280,8	9 121,1
sep.	657,1	3 219,8	3 876,9	2 431,5	1 516,3	7 824,7	345,6	727,0	290,9	9 188,2

Source: BCE

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

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

Tableau 2.4

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

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

	M 3											
	M 1			M 2			Pensions	Titres d'OPC monétaires	Titres de créance d'une durée < ou égale à 2 ans	Total		
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Total	Dépôts à terme d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis < ou égal à 3 mois	Total						
2003												
mars	0,4	54,8	55,2	87,5	6,6	149,3	0,4	72,5	- 30,9	191,3		
juin	0,5	58,5	59,0	90,3	6,6	155,9	0,3	74,7	- 27,2	203,7		
sep.	0,5	57,7	58,2	85,6	5,7	149,5	0,4	77,9	- 28,2	199,6		
déc.	0,6	51,1	51,7	89,9	6,6	148,2	0,1	79,8	- 26,5	201,6		
2004												
jan.	0,7	57,2	57,9	88,2	7,6	153,7	0,1	80,7	- 28,8	205,7		
fév.	0,7	54,6	55,3	88,8	8,4	152,5	0,2	79,3	- 28,3	203,7		
mars	0,7	59,5	60,2	88,0	7,5	155,7	0,2	81,4	- 28,6	208,7		
avril	0,7	59,6	60,3	86,3	7,8	154,4	0,2	83,1	- 28,3	209,4		
mai	0,8	56,0	56,8	85,1	7,5	149,4	0,2	84,2	- 28,8	205,0		
juin	0,8	59,7	60,5	83,0	8,0	151,5	0,1	83,4	- 26,8	208,2		
juil.	0,8	56,8	57,6	83,1	8,1	148,8	0,1	80,0	- 27,7	201,2		
août	0,8	59,0	59,8	84,3	7,8	151,9	0,2	82,0	- 30,1	204,0		
sep.	0,8	63,0	63,8	82,0	7,5	153,3	0,1	79,4	- 28,1	204,7		
oct.	0,8	56,2	57,0	89,3	7,7	154,0	0,2	82,5	- 24,0	212,7		
nov.	0,9	63,5	64,4	77,7	9,0	151,1	0,1	80,6	- 21,9	209,9		
déc.	0,9	56,6	57,5	90,0	10,5	158,0	0,3	84,1	- 24,8	217,6		
2005												
jan.	0,9	65,0	65,9	84,1	10,3	160,3	0,3	85,7	- 25,5	220,8		
fév.	0,9	66,4	67,3	82,7	10,2	160,2	0,4	83,3	- 25,3	218,6		
mars	0,9	68,7	69,6	83,5	10,1	163,2	0,4	84,6	- 25,4	222,8		
avril	0,9	64,1	65,0	85,5	11,4	161,9	0,5	84,4	- 24,0	222,8		
mai	0,9	69,0	69,9	82,9	11,0	163,8	0,5	84,4	- 25,9	222,8		
juin	1,0	72,2	73,2	81,5	10,4	165,1	0,3	84,9	- 24,2	226,1		
juil.	1,0	69,4	70,4	82,4	10,9	163,7	0,3	89,9	- 24,9	229,0		
août	1,0	69,8	70,8	84,5	10,5	165,8	0,4	90,7	- 26,5	230,4		
sep.	1,0	66,9	67,9	93,5	11,0	172,4	0,2	91,9	- 26,7	237,8		
oct.	1,0	65,6	66,6	92,4	11,2	170,2	0,2	93,9	- 26,6	237,7		
nov.	1,0	71,7	72,7	87,5	11,6	171,8	0,3	98,2	- 25,9	244,4		
déc.	1,1	71,2	72,3	89,9	10,6	172,8	0,2	96,8	- 26,5	243,3		
2006												
jan.	1,0	75,9	76,9	81,5	12,9	171,3	0,4	99,9	- 26,7	244,9		
fév.	1,0	79,3	80,3	89,1	12,8	182,2	0,3	99,6	- 25,8	256,3		
mars	1,1	76,3	77,4	93,2	13,6	184,2	0,3	98,2	- 26,9	255,8		
avril	1,1	73,9	75,0	100,3	13,1	188,4	0,3	96,6	- 28,3	257,0		
mai	1,1	73,7	74,8	91,6	14,5	180,9	0,4	99,7	- 29,5	251,5		
juin	1,1	73,8	74,9	90,5	11,9	177,3	0,4	102,1	- 31,2	248,6		
juil.	1,1	70,0	71,1	91,4	10,7	173,2	0,2	105,4	- 30,9	247,9		
août	1,1	71,9	73,0	92,9	10,2	176,1	0,2	106,0	- 29,8	252,5		
sep.	1,1	74,2	75,3	97,5	11,9	184,7	0,3	105,5	- 30,0	260,5		
oct.	1,1	69,4	70,5	105,9	12,2	188,6	0,2	103,8	- 28,6	264,0		
nov.	1,1	76,4	77,5	101,7	12,9	192,1	0,2	102,6	- 28,2	266,7		
déc.	1,2	76,5	77,7	101,3	11,5	190,5	0,1	101,6	- 24,5	267,7		
				Élargissement de la zone euro								
2007												
jan.	1,2	83,6	84,8	96,6	11,7	193,1	0,2	112,1	- 28,2	277,2		
fév.	1,2	80,3	81,5	95,7	11,9	189,1	0,2	115,0	- 27,8	276,5		
mars	1,2	81,8	83,0	97,0	13,3	193,3	0,3	116,0	- 29,3	280,3		
avril	1,2	85,0	86,2	97,7	13,4	197,3	0,3	116,9	- 29,4	285,1		
mai	1,2	83,4	84,6	99,1	13,3	197,0	0,4	125,5	- 30,5	292,4		
juin	1,3	82,4	83,7	96,7	13,3	193,7	0,2	129,8	- 31,5	292,2		
juil.	1,3	85,0	86,3	103,5	15,6	205,4	0,3	136,1	- 32,1	309,7		
août	1,3	84,5	85,8	105,7	11,5	203,0	0,6	139,6	- 34,7	308,5		
sep.	1,3	83,6	84,9	107,1	12,6	204,6	0,6	139,5	- 36,8	307,9		
oct.	1,3	84,1	85,4	115,2	12,3	212,9	0,7	142,9	- 41,2	315,3		
nov.	1,3	92,1	93,4	107,4	14,3	215,1	0,9	146,4	- 42,5	319,9		
déc.	1,3	83,9	85,2	106,8	12,8	204,8	0,9	144,0	- 41,3	308,4		
				Élargissement de la zone euro								
2008												
jan.	1,3	94,9	96,2	106,3	13,8	216,3	0,8	155,9	- 50,3	322,7		
fév.	1,3	88,8	90,1	108,7	12,7	211,5	1,0	157,8	- 56,5	313,8		
mars	1,3	94,1	95,4	105,7	13,9	215,0	1,2	160,3	- 56,6	319,9		
avril	1,3	92,5	93,8	107,0	14,8	215,6	1,6	165,8	- 62,7	320,3		
mai	1,4	91,6	91,8	103,4	13,6	209,2	1,4	164,6	- 67,5	313,1		
juin	1,4	91,3	92,7	103,9	12,7	209,3	1,3	161,0	- 62,4	309,2		
juil.	1,4	86,6	88,0	105,4	14,7	208,1	1,3	168,9	- 68,1	310,2		
août	1,4	83,9	85,3	111,7	13,4	210,4	1,3	173,4	- 71,5	313,6		
sep.	1,3	93,8	95,1	113,5	12,3	220,9	1,2	175,2	- 64,9	332,4		

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.

Tableau 3.3

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

	Ménages								Sociétés non financières						
	Crédits						Dépôts		Crédits				Dépôts		
	Crédits à la consommation		Crédits immobiliers		Autres crédits		Dépôts à terme		Crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros		Crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros		Dépôts à terme		
	fixation initiale du taux d'une durée supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans		taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an		taux variable ou et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an		échéance initiale inférieure ou égale à 1 an		taux variable ou et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an		taux variable ou et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an		échéance initiale inférieure ou égale à 1 an		
Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant
2005															
jan.	5,40	38	3,43	115	3,63	1 288	1,85	7 293	3,84	819	3,16	5 279	2,04	29 108	
fév.	5,00	60	3,45	117	3,39	1 412	1,85	6 326	3,86	764	3,19	4 381	2,02	21 632	
mars	5,15	52	3,41	132	3,47	1 717	1,78	6 562	3,81	972	2,92	7 460	2,01	18 904	
avril	5,34	42	3,50	157	3,47	1 262	2,76	8 130	3,85	794	3,30	4 884	2,04	21 528	
mai	5,49	33	3,51	152	3,25	1 488	1,86	6 789	3,83	839	3,14	4 465	2,04	17 394	
juin	5,46	35	3,50	146	3,47	1 666	1,91	8 772	4,31	1 043	3,08	7 388	2,05	19 976	
juil.	5,53	35	3,50	161	3,61	1 397	1,80	5 477	3,84	782	3,18	4 995	2,03	13 979	
août	5,50	25	3,51	131	3,30	1 554	1,80	5 734	3,85	760	3,10	5 650	2,04	18 289	
sep.	5,43	22	3,55	121	3,52	1 729	1,83	5 898	3,80	936	2,99	7 715	2,07	27 040	
oct.	5,52	26	3,57	134	3,50	1 324	1,83	5 718	3,87	782	3,00	5 556	2,03	22 736	
nov.	5,36	27	3,64	150	3,42	1 624	1,92	5 261	3,99	756	3,29	4 799	2,10	19 448	
déc.	5,42	24	3,62	182	3,68	2 159	2,09	5 666	4,04	976	3,41	8 045	2,31	18 757	
2006															
jan.	5,43	21	3,63	138	3,71	1 413	2,13	5 939	4,06	771	3,43	5 054	2,37	19 950	
fév.	4,88	40	3,69	139	3,58	1 675	2,18	4 995	4,18	751	3,44	5 092	2,35	21 579	
mars	5,11	47	3,75	168	3,89	2 139	2,31	7 375	4,24	985	3,68	6 974	2,54	18 676	
avril	5,05	37	3,71	125	3,81	1 626	2,35	7 114	4,30	840	3,71	5 174	2,29	22 794	
mai	5,44	38	3,70	168	3,74	1 651	2,41	7 319	4,27	930	3,75	4 753	2,89	20 402	
juin	5,74	31	3,85	158	4,12	1 775	2,57	7 730	4,43	1 143	3,80	9 158	2,78	18 563	
juil.	5,63	26	3,93	171	4,16	1 563	2,64	8 201	4,44	1 366	4,00	5 776	2,80	14 416	
août	5,55	15	3,99	137	4,18	1 734	2,58	7 254	4,25	915	4,17	5 316	2,94	16 030	
sep.	5,67	19	4,12	160	4,30	1 775	2,68	7 407	4,66	1 112	4,08	7 841	3,01	18 512	
oct.	5,70	24	4,27	174	4,47	1 462	2,83	7 564	4,77	918	4,32	5 406	3,22	25 302	
nov.	5,96	19	4,29	149	4,44	1 454	2,97	6 955	4,89	880	4,38	5 399	3,32	20 530	
déc.	5,82	17	4,51	171	4,63	2 089	3,19	7 506	5,15	1 175	4,45	10 059	3,46	18 841	
Elargissement de la zone euro															
2007															
jan.	5,11	17	4,53	136	4,59	1 692	3,20	7 829	5,09	965	4,52	6 737	3,50	21 125	
fév.	5,27	30	4,63	163	4,49	1 789	3,21	8 540	5,13	896	4,66	5 567	3,39	21 038	
mar	5,48	25	4,64	210	4,79	1 866	3,40	8 871	5,09	1 321	4,62	8 163	3,63	19 400	
avril	5,76	42	4,66	161	4,94	1 396	3,45	8 716	5,32	931	5,24	6 080	3,85	18 432	
mai	5,78	44	4,59	182	4,93	1 402	3,48	8 625	5,46	887	4,85	6 630	3,73	21 645	
juin	5,82	43	4,69	191	5,14	1 856	3,57	8 446	5,49	1 177	4,83	9 940	3,89	16 290	
juil.	5,84	43	4,83	226	5,08	1 385	3,56	8 785	5,50	1 092	5,09	6 795	3,98	23 000	
août	6,02	10	4,82	72	5,34	1 112	3,65	7 331	5,72	968	5,15	8 498	4,09	30 923	
sep.	6,26	14	4,91	168	5,53	1 567	3,88	9 293	5,86	1 133	5,11	10 902	4,06	23 401	
oct.	6,33	17	4,93	243	5,33	1 874	3,82	9 741	5,63	1 240	4,94	10 070	3,92	35 178	
nov.	6,28	15	4,89	229	5,26	1 771	3,83	9 255	5,66	1 061	4,94	9 570	4,02	27 726	
déc.	6,29	12	4,83	237	5,52	2 355	4,07	8 798	5,95	1 493	5,25	15 029	4,07	29 004	
Elargissement de la zone euro															
2008															
jan.	6,22	14	4,89	205	5,25	1 871	3,92	9 714	5,69	1 019	5,10	11 864	3,92	29 678	
fév.	5,25	32	4,90	183	5,16	1 501	3,85	8 738	5,63	943	4,88	12 306	4,02	26 523	
mars	5,30	29	4,90	206	5,35	1 804	3,98	8 885	5,75	1 182	5,04	13 530	4,12	24 865	
avril	5,77	27	4,82	187	5,41	1 462	4,08	9 494	5,78	1 135	5,04	12 443	4,11	26 963	
mai	5,79	25	4,91	205	5,37	1 385	4,07	8 824	5,84	1 568	5,07	11 914	4,07	23 346	
juin	6,35	21	5,03	257	5,45	2 115	4,12	8 858	5,86	1 382	5,10	15 869	4,07	25 533	

Source: BCL

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

Tableau 3.4

Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours ¹⁾ (taux en pourcentage annuel hors commissions)

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

Source: BCL

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

Tableau 3.5

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

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

Source: Bloomberg

Tableau 3.6

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

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

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

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

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

Tableau 3.7

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

	LUXX ¹⁾	EuroStoxx Comp	S&P 500	Nikkei
2003				
juin	829	212	975	9 083
juil.	885	221	990	9 563
août	937	226	1 008	10 344
sep.	923	214	996	10 219
oct.	984	231	1 051	10 560
nov.	1 008	235	1 058	10 101
déc.	1 019	243	1 112	10 677
2004				
jan.	1 090	251	1 131	10 784
fév.	1 095	256	1 145	11 042
mars	1 077	248	1 126	11 715
avril	1 075	250	1 107	11 762
mai	1 023	245	1 121	11 236
juin	1 053	252	1 141	11 859
juil.	1 045	245	1 102	11 326
août	1 048	241	1 104	11 082
sep.	1 101	247	1 115	10 824
oct.	1 142	253	1 130	10 771
nov.	1 235	260	1 174	10 899
déc.	1 292	267	1 212	11 489
2005				
jan.	1 314	273	1 181	11 388
fév.	1 367	280	1 204	11 741
mars	1 344	279	1 181	11 669
avril	1 308	268	1 157	11 009
mai	1 345	281	1 192	11 277
juin	1 378	291	1 191	11 584
juil.	1 450	304	1 234	11 900
août	1 440	301	1 220	12 414
sep.	1 491	315	1 229	13 574
oct.	1 478	305	1 207	13 607
nov.	1 545	316	1 249	14 872
déc.	1 637	329	1 248	16 111
2006				
jan.	1 846	343	1 280	16 650
fév.	1 882	353	1 281	16 205
mars	1 876	363	1 295	17 060
avril	1 872	362	1 311	16 906
mai	1 767	342	1 270	15 467
juin	1 824	343	1 270	15 505
juil.	1 865	346	1 277	15 457
août	1 929	358	1 304	16 141
sep.	2 006	368	1 336	16 128
oct.	2 130	379	1 378	16 399
nov.	2 101	380	1 401	16 274
déc.	2 177	396	1 418	17 226
2007				
jan.	2 262	404	1 438	17 383
fév.	2 303	397	1 407	17 604
mars	2 378	409	1 421	17 288
avril	2 409	426	1 482	17 400
mai	2 524	439	1 531	17 876
juin	2 532	435	1 503	18 138
juil.	2 418	418	1 455	17 249
août	2 389	414	1 474	16 569
sep.	2 449	420	1 527	16 786
oct.	2 505	432	1 549	16 738
nov.	2 330	417	1 481	15 681
déc.	2 419	415	1 468	15 308
2008				
jan.	2 101	361	1 379	13 592
fév.	2 164	357	1 331	13 603
mars	2 154	347	1 323	12 526
avril	2 337	366	1 386	13 850
mai	2 312	365	1 400	14 339
juin	1 991	322	1 280	13 481
juil.	1 847	316	1 267	13 377
août	1 854	319	1 283	13 073
sep.	1 411	283	1 166	11 260
oct.	1 033	238	969	8 577

Source: Bloomberg

1) Date de création du LUXX: 04.01.1999.

Tableau 3.8

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

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

Source: Bloomberg

Tableau 4.1

Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois¹⁾ (en fin de période)

	Etablissements de crédit luxembourgeois			Professionnels du secteur financier luxembourgeois			Banques et PSF			En % de l'emploi total ²⁾	Sociétés de gestion luxembourgeoises ³⁾		
	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total		Hommes	Femmes	Total
Total													
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	10,0			
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	14 591	12 358	26 949	9,2	42	56	98
2004	12 268	10 281	22 549	3 514	2 491	6 005	15 782	12 772	28 554	9,4	320	193	513
2005	12 607	10 617	23 224	3 938	2 545	6 483	16 545	13 162	29 707	9,5	834	738	1 572
2006	13 454	11 298	24 752	6 748	3 180	9 928	20 202	14 478	34 680	10,7	1 346	1 022	2 368
2007													
mars	13 675	11 502	25 177	7 023	3 272	10 295	20 698	14 774	35 472	10,7	1 462	1 065	2 527
juin	13 816	11 603	25 419	7 368	3 689	11 057	21 184	15 292	36 476	10,8	1 505	1 033	2 538
sep.	14 105	11 722	25 827	7 532	3 900	11 432	21 637	15 622	37 259	10,9	1 551	1 069	2 620
déc.	14 225	11 914	26 139	7 981	4 061	12 042	22 206	15 975	38 181	11,2	1 613	1 117	2 730
2008													
mars	14 408	12 105	26 513	8 573	4 245	12 818	22 981	16 350	39 331	11,3	1 630	1 127	2 757
juin	14 681	12 321	27 002	8 628	4 286	12 914	23 309	16 607	39 916	11,3	1 656	1 138	2 794
sep.	14 847	12 422	27 269				14 847	12 422	27 269				
Luxembourgeois													
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	4 255	3 497	7 752	28,8	1	4	5
2004	3 830	3 168	6 998	607	369	976	4 437	3 537	7 974	27,9	29	15	44
2005	3 744	3 080	6 824	634	423	1 057	4 378	3 503	7 881	26,5	41	47	88
2006	3 741	3 097	6 838	1 270	482	1 752	5 011	3 579	8 590	24,8	123	77	200
2007													
mars	3 972	3 269	7 241	1 406	496	1 902	5 378	3 765	9 143	25,8	132	79	211
juin	3 805	3 153	6 958	1 463	505	1 968	5 268	3 658	8 926	24,5	134	54	188
sep.	3 791	3 149	6 940	1 422	512	1 934	5 213	3 661	8 874	23,8	133	62	195
déc.	3 800	3 162	6 962	1 511	535	2 046	5 311	3 697	9 008	23,6	135	56	191
2008													
mars	3 912	3 283	7 195	1 653	573	2 226	5 565	3 856	9 421	24,0	137	55	192
juin	3 737	3 151	6 888	1 667	539	2 206	5 404	3 690	9 094	22,8	134	56	190
sep.	3 717	3 123	6 840				3 717	3 123	6 840	25,1			
Etrangers													
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	10 336	8 861	19 197	71,2	41	52	93
2004	8 438	7 113	15 551	2 907	2 122	5 029	11 345	9 235	20 580	72,1	291	178	469
2005	8 863	7 537	16 400	3 304	2 122	5 426	12 167	9 659	21 826	73,5	793	691	1 484
2006	9 713	8 201	17 914	5 478	2 698	8 176	15 191	10 899	26 090	75,2	1 223	945	2 168
2007													
mars	9 703	8 233	17 936	5 617	2 776	8 393	15 320	11 009	26 329	74,2	1 330	986	2 316
juin	10 011	8 450	18 461	5 905	3 184	9 089	15 916	11 634	27 550	75,5	1 371	979	2 350
sep.	10 314	8 573	18 887	6 110	3 388	9 498	16 424	11 961	28 385	76,2	1 418	1 007	2 425
déc.	10 425	8 752	19 177	6 470	3 526	9 996	16 895	12 278	29 173	76,4	1 478	1 061	2 539
2008													
mars	10 496	8 822	19 318	6 920	3 672	10 592	17 416	12 494	29 910	76,0	1 493	1 072	2 565
juin	10 944	9 170	20 114	6 961	3 747	10 708	17 905	12 917	30 822	77,2	1 522	1 082	2 604
sep.	11 130	9 299	20 429				11 130	9 299	20 429	74,9			

Source: Bloomberg

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.

3) Y compris les personnes détachées ou mis à la disposition par une société ayant son siège social au Luxembourg.

Tableau 4.3

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

	Total	Luxembourg/ Belgique	Allemagne	Brésil	Chine	Danemark	Etats-Unis	France	Israël	Italie	Japon	Pays-Bas	Portugal	Grande- Bretagne	Suisse	Suède	Autres	
2003																		
mars	178	19	55	4	4	2	6	18	3	17	5	4	4	5	13	7	12	
juin	175	19	53	4	4	2	6	18	3	17	5	3	4	5	13	7	12	
sep.	174	19	52	3	4	2	6	18	3	17	5	3	4	5	13	7	13	
déc.	169	19	49	3	4	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13	
2004																		
mars	168	19	48	3	4	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13	
juin	167	19	48	3	3	2	6	17	3	16	5	3	4	5	13	7	13	
sep.	167	19	48	3	3	2	6	17	3	15	5	3	4	6	13	7	13	
déc.	162	18	46	3	3	2	6	17	3	15	5	3	4	6	12	6	13	
2005																		
jan.	161	18	46	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	12	
fév.	161	18	46	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	12	
mars	162	18	46	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13	
avril	161	18	45	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13	
mai	161	18	45	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13	
juin	159	17	45	3	3	2	5	17	3	14	5	3	4	6	13	6	13	
juil.	158	17	45	3	3	2	5	16	3	14	5	3	4	6	13	6	13	
août	157	17	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13	
sep.	157	17	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13	
oct.	157	17	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13	
nov.	156	16	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13	
déc.	155	16	43	3	3	2	5	15	3	15	5	4	4	6	13	6	12	
2006																		
jan.	156	15	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	7	14	6	12	
fév.	156	16	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	8	14	6	10	
mars	155	16	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	8	14	6	9	
avril	153	15	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	8	13	6	9	
mai	152	15	44	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9	
juin	152	15	44	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9	
juil.	153	16	44	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9	
août	154	16	45	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9	
sep.	154	16	45	3	4	2	5	14	3	15	5	3	4	7	13	6	9	
oct.	154	16	45	3	4	2	5	15	3	15	5	3	3	7	13	6	9	
nov.	155	16	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	7	13	6	9	
déc.	156	17	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	7	13	6	9	
2007																		
jan.	156	17	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	7	13	6	9	
fév.	156	18	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	6	13	6	9	
mars	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9	
avril	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9	
mai	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9	
juin	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9	
juil.	157	20	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9	
août	157	20	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9	
sep.	158	20	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	10	
oct.	157	20	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10	
nov.	157	20	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10	
déc.	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10	
2008																		
jan.	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10	
fév.	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10	
mars	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10	
avril	155	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	12	6	10	
mai	155	21	43	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	12	6	10	
juin	154	21	43	3	4	2	5	15	3	12	5	4	3	6	12	6	10	
juil.	153	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	6	10	
août	153	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	6	10	
sep.	154	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	7	10	
oct.	154	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	7	10	

Source: CSSF

Tableau 4.4

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

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

(en millions de EUR – données brutes)

	Rubrique des débits et des crédits	2007 / 03	2007 / 06	2007 / 09	2007 / 12	2008 / 03	2008 / 06	2008 / 09
1	Produits d'intérêts	14 910	28 217	43 446	59 737	16 819	29 866	44 248
2	Revenus de valeurs mobilières	297	791	917	1 767	288	1 139	1 279
3	Intérêts bonifiés	13 839	26 264	40 518	55 576	15 433	27 513	40 547
4	Marge sur intérêts (1+2-3)	1 368	2 744	3 845	5 928	1 674	3 492	4 980
5	Revenus nets sur commissions	1 079	2 081	3 069	4 018	1 025	1 985	2 862
6	Revenus sur opérations de change	135	237	322	443	16	74	-105
7	Autres revenus nets	238	492	615	1 111	-107	-143	-627
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	1 452	2 810	4 006	5 572	934	1 916	2 130
9	Produit bancaire	2 820	5 554	7 851	11 500	2 608	5 408	7 110
10	Frais de personnel	606	1 171	1 752	2 382	636	1 233	1 869
11	Frais d'exploitation	434	844	1 274	1 792	424	878	1 341
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 040	2 015	3 026	4 174	1 060	2 111	3 210
13	Amortissements sur immobilisé non financier	60	117	177	246	69	122	181
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 720	3 422	4 648	7 080	1 479	3 175	3 719

Source: BCL

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

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

3) La rubrique «Impôts divers, taxes et redevances», reprise individuellement sur l'ancienne présentation est incluse dans la rubrique «Autres revenus nets».

Tableau 4.7

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

1. Actif

	Caisse			Créances			Portefeuille de titres autres que les actions			Parts d'OPC monétaires	Portefeuille d'actions		Portefeuille de participations		Actifs immobilisés	Autres créances	Total de l'actif		
				sur les établissements de crédit	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	émis par des établissements de crédit	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités		émises par des établissements de crédit	émises par d'autres entités	émises par des établissements de crédit	émises par d'autres entités					
2006																			
avril	234	576 803	427 067	8 826	140 911	204 366	87 675	64 133	52 557	148	13 737	1 773	11 964	9 560	5 502	4 058	3 614	21 471	829 933
mai	219	579 391	428 205	8 622	142 564	205 633	87 811	64 591	53 231	61	14 225	1 768	12 457	9 677	5 619	4 058	3 627	21 793	834 626
juin	219	563 480	407 580	8 439	147 460	208 353	88 066	66 977	53 310	146	13 857	1 746	12 112	9 687	5 612	4 075	3 617	21 304	820 663
juil.	224	574 677	417 368	8 484	148 825	205 490	88 383	63 085	54 023	62	14 972	2 703	12 269	8 463	4 399	4 064	3 636	22 113	829 637
août	223	568 609	410 525	8 738	149 346	204 958	88 863	61 533	54 562	63	14 736	1 785	12 951	9 423	5 329	4 093	3 646	22 709	824 367
sep.	223	583 498	417 386	10 145	155 967	209 937	89 489	64 587	55 861	146	14 603	1 753	12 849	9 455	5 380	4 075	3 676	22 403	843 941
oct.	234	592 238	425 786	10 010	156 442	208 185	89 025	60 691	58 469	153	14 037	1 766	12 270	9 644	5 385	4 258	3 694	23 228	851 411
nov.	232	572 701	407 175	9 331	156 196	210 018	90 831	60 468	58 719	149	14 470	1 711	12 759	9 635	5 381	4 254	3 718	25 454	836 378
déc.	242	579 193	417 943	10 040	151 209	207 540	91 839	58 244	57 458	150	16 284	1 700	14 585	9 627	5 403	4 224	3 760	22 768	839 565
2007																			
jan.	228	595 622	430 724	10 127	154 771	212 528	94 591	59 339	58 598	175	16 628	1 797	14 831	9 448	4 523	4 924	3 776	22 782	861 187
fév.	221	590 133	425 558	9 448	155 127	211 660	94 017	58 838	58 805	72	9 149	1 800	7 349	9 443	5 494	3 949	3 796	22 131	846 605
mars	234	600 741	433 740	9 549	157 452	214 212	95 503	58 853	59 856	155	9 691	1 773	7 919	9 856	5 467	4 389	3 827	22 025	860 741
avril	233	608 049	438 771	9 333	159 945	212 453	95 568	56 797	60 088	151	10 177	1 795	8 381	9 889	5 374	4 515	3 834	21 981	866 767
mai	233	609 700	436 979	10 128	162 593	219 122	98 576	58 230	62 316	155	10 281	1 793	8 488	10 224	5 451	4 773	3 883	22 624	876 222
juin	231	615 614	440 925	9 322	165 367	219 166	99 051	58 296	61 819	155	9 333	1 767	7 566	10 409	5 464	4 944	3 914	22 160	880 982
juil.	245	622 275	444 732	9 381	168 162	217 918	97 719	57 003	63 196	156	9 122	1 764	7 359	11 643	5 566	6 078	3 943	22 185	887 487
août	255	618 278	438 912	8 826	170 541	221 341	97 545	55 678	68 119	149	9 331	1 769	7 562	11 547	5 568	5 979	4 043	23 230	888 174
sep.	240	635 704	453 342	8 667	173 695	222 600	99 173	54 148	69 279	101	9 146	1 720	7 426	11 541	5 711	5 830	4 070	23 490	906 892
oct.	253	664 709	480 841	8 685	175 183	223 675	100 747	54 425	68 502	113	9 819	1 686	8 134	11 525	5 650	5 876	4 081	24 075	938 251
nov.	233	669 220	480 737	8 767	179 716	221 272	100 772	48 650	71 850	106	9 610	1 649	7 961	10 831	5 633	5 198	4 081	25 391	940 744
déc.	261	651 032	455 682	8 475	186 875	215 932	98 900	46 799	70 233	97	9 879	1 631	8 247	10 792	4 891	5 901	4 063	23 393	915 448
2008																			
jan.	264	672 401	474 342	8 601	189 458	210 964	97 431	44 756	68 777	328	9 773	1 550	8 222	11 227	5 313	5 914	3 507	28 026	936 489
fév.	259	669 583	469 536	8 749	191 298	207 596	96 816	41 303	69 478	341	10 524	1 529	8 994	11 663	5 808	5 855	3 317	29 001	932 283
mars	284	675 216	471 096	9 611	194 508	208 992	95 565	44 333	69 094	589	9 555	840	8 716	11 552	5 888	5 664	3 284	29 447	938 920
avril	300	683 300	475 119	10 003	198 179	211 610	98 587	46 215	66 809	609	10 787	888	9 899	12 380	6 027	6 353	3 020	28 049	950 056
mai	281	686 390	478 797	9 539	198 054	212 831	98 026	44 828	69 977	640	10 619	858	9 761	12 406	6 042	6 364	2 959	28 571	954 698
juin	267	688 487	477 313	10 293	200 881	202 991	95 125	43 262	64 604	658	10 643	845	9 799	12 077	6 323	5 754	3 280	24 305	942 709
juil.	272	677 338	464 335	9 850	203 154	210 028	96 055	48 015	65 958	663	9 810	281	9 529	12 611	6 280	6 332	2 884	26 444	940 050
août	327	689 667	472 137	10 186	207 344	212 077	98 268	48 807	65 002	666	9 919	281	9 637	12 584	6 292	6 292	2 847	26 757	954 843
sep.	338	729 991	509 120	9 667	211 203	206 423	95 589	47 834	63 000	657	9 601	254	9 348	12 489	6 477	6 012	2 816	30 973	993 289
oct.	268	734 615	504 445	10 864	219 306	212 202	96 428	48 649	67 125	222	9 490	2 315	7 175	12 399	6 567	5 832	2 800	41 226	1 013 222

Source: BCL

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

2 Passif

	Dettes								Titres de créance émis	Capital	Eléments assimilables au capital	Réserves	Provisions	Corrections de valeur	Résultats	Autres exigibilités	Total du passif
	envers des établissements de crédit	envers les administrations publiques	envers les autres secteurs				Pensions										
			Dépôts à vue	Dépôts à terme	Dépôts remboursables avec préavis												
2006																	
avril	680 378	390 575	10 022	279 781	90 300	169 835	18 051	1 596	86 923	10 816	7 455	13 596	3 166	4 715	3 952	18 932	829 933
mai	682 948	399 236	13 073	270 639	88 730	160 592	19 453	1 864	88 642	10 926	7 437	13 577	3 206	4 695	3 955	19 239	834 626
juin	671 486	392 887	11 030	267 569	88 584	160 508	16 694	1 783	86 023	10 929	7 458	13 693	3 139	4 717	4 047	19 171	820 663
juil.	680 232	403 722	10 984	265 526	85 377	163 177	15 577	1 394	85 862	10 967	7 196	13 695	3 183	4 525	4 933	19 045	829 637
août	672 348	391 696	11 789	268 864	87 725	164 558	15 343	1 238	87 039	10 984	7 264	13 711	3 238	4 479	5 137	20 167	824 367
sep.	690 094	400 024	11 558	278 512	88 891	170 670	17 214	1 738	88 176	11 736	7 259	13 712	3 211	4 598	5 490	19 665	843 941
oct.	692 671	397 525	12 453	282 693	84 479	178 808	17 583	1 823	89 149	11 736	7 159	13 715	3 292	4 582	6 064	23 044	851 411
nov.	678 957	382 142	11 549	285 266	91 499	174 439	17 870	1 459	88 801	11 725	7 141	13 701	3 312	4 523	6 368	21 850	836 378
déc.	682 891	386 088	12 069	284 735	91 310	171 036	20 479	1 909	90 043	11 207	7 202	13 595	3 202	4 586	7 042	19 798	839 565
2007																	
jan.	702 667	403 396	11 615	287 657	102 536	162 308	21 176	1 637	90 726	11 224	7 252	13 720	3 294	4 580	7 294	20 430	861 187
fév.	689 428	400 494	11 893	277 040	94 957	160 027	20 768	1 289	88 654	11 453	7 245	13 800	3 281	4 585	7 640	20 520	846 605
mars	701 595	407 625	12 358	281 612	96 348	161 307	22 513	1 445	90 352	11 935	7 257	14 839	3 166	4 601	6 418	20 577	860 741
avril	709 597	416 316	12 446	280 836	100 573	156 507	22 413	1 342	89 848	12 100	7 234	15 444	3 163	4 599	4 856	19 927	866 767
mai	714 462	411 855	12 565	290 041	99 866	165 588	23 232	1 356	90 506	12 130	7 265	16 064	4 377	4 624	4 866	21 928	876 222
juin	720 489	421 464	12 208	286 817	98 839	163 616	22 650	1 712	91 268	12 098	7 268	16 183	3 243	4 664	4 836	20 933	880 982
juil.	725 164	419 750	11 771	293 643	102 252	166 752	22 751	1 888	92 881	12 909	7 238	15 795	3 303	4 806	5 016	20 376	887 487
août	726 520	417 743	8 972	299 805	102 580	178 213	17 116	1 896	91 017	12 910	7 201	15 796	3 318	5 153	4 958	21 301	888 174
sep.	742 741	437 050	10 186	295 505	101 650	174 743	17 746	1 366	92 148	12 897	7 221	15 793	3 368	5 069	5 267	22 388	906 892
oct.	772 940	460 867	7 419	304 654	101 586	183 704	18 048	1 317	92 563	12 848	7 179	15 784	3 427	5 014	5 789	22 707	938 251
nov.	771 410	458 895	6 921	305 594	110 837	172 621	20 393	1 743	94 467	12 844	7 231	15 775	3 475	4 761	5 749	25 033	940 744
déc.	749 077	443 797	8 080	297 199	101 894	174 373	18 991	1 942	93 574	12 577	6 650	15 774	3 326	4 878	7 049	22 542	915 448
2008																	
jan.	767 104	444 697	7 472	314 936	115 348	178 613	19 326	1 648	88 222	12 957	5 203	18 122	3 614	3 696	6 123	31 448	936 489
fév.	768 751	458 339	7 215	303 197	106 418	176 815	17 928	2 036	80 893	13 756	5 059	18 314	3 660	4 195	5 220	32 437	932 283
mars	776 475	464 147	7 856	304 471	116 389	166 493	19 262	2 327	81 850	13 904	5 370	17 680	3 813	4 993	3 813	31 023	938 920
avril	785 392	467 112	7 787	310 493	111 857	175 103	20 610	2 922	83 184	13 913	4 939	19 303	3 654	4 335	2 903	32 433	950 056
mai	789 434	477 599	8 338	303 497	110 479	170 758	19 343	2 918	83 902	13 876	6 096	17 705	3 754	4 214	3 715	32 002	954 698
juin	779 430	471 231	7 721	300 478	111 256	168 119	18 659	2 444	85 146	13 873	5 175	18 434	3 771	4 610	3 482	28 789	942 709
juil.	774 882	469 932	8 326	296 624	104 623	169 447	20 120	2 434	87 172	13 885	4 198	19 174	3 652	2 883	4 005	30 199	940 050
août	785 839	475 453	8 026	302 360	101 900	178 922	19 163	2 375	89 299	13 832	3 987	19 406	3 547	2 931	4 917	31 087	954 843
sep.	819 032	499 248	8 695	311 089	115 069	176 919	17 310	1 792	90 657	13 879	6 751	18 636	3 770	4 719	3 167	32 677	993 289
oct.	827 096	509 909	9 415	307 772	109 657	179 563	17 103	1 448	90 430	13 972	6 373	18 947	3 672	5 163	2 935	44 634	1 013 222

Source: BCL

Tableau 4.14

Evolution du nombre des OPC luxembourgeois ¹⁾

	OPC à structure classique	OPC à compartiments		Nombre total d'OPC	Nombre total de compartiments	Nombre de compartiments monétaires
		Nombre d'OPC	Nombre de compartiments			
2004						
jan.	867	1 393	8 696	2 260	9 563	468
fév.	877	1 401	8 760	2 278	9 637	468
2005						
jan.	745	1 227	7 149	1 972	7 894	433
fév.	753	1 231	7 206	1 984	7 959	432
mars	752	1 235	7 212	1 987	7 964	429
avril	755	1 241	7 299	1 996	8 054	430
mai	753	1 252	7 354	2 005	8 107	433
juin	760	1 265	7 447	2 025	8 207	434
juil.	762	1 265	7 484	2 027	8 246	440
août	761	1 275	7 488	2 036	8 249	444
sep.	775	1 278	7 557	2 053	8 332	442
oct.	766	1 286	7 638	2 052	8 404	447
nov.	765	1 295	7 698	2 060	8 463	452
déc.	762	1 298	7 735	2 060	8 497	449
2006						
jan.	758	1 294	7 790	2 052	8 548	452
fév.	770	1 310	7 856	2 080	8 626	450
mars	775	1 316	7 949	2 091	8 724	452
avril	778	1 325	8 004	2 103	8 782	459
mai	786	1 327	8 069	2 113	8 855	459
juin	794	1 336	8 115	2 130	8 909	458
juil.	803	1 347	8 207	2 150	9 010	455
août	806	1 352	8 252	2 158	9 058	452
sep.	813	1 357	8 309	2 170	9 122	447
oct.	831	1 370	8 403	2 201	9 234	446
nov.	851	1 378	8 556	2 229	9 407	444
déc.	851	1 387	8 622	2 238	9 473	451
2007						
jan.	867	1 393	8 696	2 260	9 563	468
fév.	877	1 401	8 760	2 278	9 637	468
mars	844	1 404	8 836	2 248	9 680	469
avril	857	1 419	8 936	2 276	9 793	469
mai	869	1 433	9 031	2 302	9 900	468
juin	893	1 459	9 149	2 352	10 042	468
juil.	918	1 489	9 276	2 407	10 194	468
août	942	1 518	9 394	2 460	10 336	466
sep.	958	1 543	9 457	2 501	10 415	467
oct.	1 030	1 588	9 614	2 618	10 644	469
nov.	1 122	1 639	9 802	2 761	10 924	463
déc.	1 180	1 688	9 935	2 868	11 115	463
2008						
jan.	1 207	1 725	10 055	2 932	11 262	469
fév.	1 219	1 753	10 168	2 972	11 387	471
mars	1 227	1 785	10 271	3 012	11 498	472
avril	1 256	1 827	10 346	3 083	11 602	463
mai	1 259	1 846	10 457	3 105	11 716	465
juin	1 279	1 874	10 518	3 153	11 797	462
juil.	1 314	1 906	10 650	3 220	11 964	462
août	1 345	1 939	10 765	3 284	12 110	463
sep.	1 356	1 966	10 878	3 322	12 234	467

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 (en millions de EUR)

	Nombre d'OPC	Actifs nets	Emissions de parts	Rachats de parts	Investissement net en capital ¹⁾	Variation des marchés financiers ²⁾	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
2002										
mars	1 923	967 726	60 256	54 378	5 878	12 760	18 638	2,0	105 026	12,2
juin	1 943	888 028	54 755	57 613	-2 858	-50 006	-52 864	-5,6	-30 372	-3,3
sep.	1 960	835 594	54 887	58 070	-3 183	-31 848	-35 031	-4,0	-6	0,0
déc.	1 941	844 508	76 287	77 980	-1 693	-32 027	-33 720	-3,8	-83 939	-9,0
2003										
jan.	1 952	835 475	80 533	70 230	10 303	-19 336	-9 033	-1,1	-112 137	-11,8
fév.	1 950	833 530	80 865	77 982	2 883	-4 828	-1 945	-0,2	-115 558	-12,2
mars	1 929	823 936	75 033	78 227	-3 194	-6 400	-9 594	-1,2	-143 790	-14,9
avril	1 924	845 525	80 600	74 800	5 800	15 789	21 589	2,6	-104 672	-11,0
mai	1 919	849 093	88 994	85 369	3 625	-57	3 568	0,4	-91 799	-9,8
juin	1 917	876 522	93 353	83 531	9 822	17 637	27 429	3,2	-11 506	-1,3
juil.	1 923	896 232	111 606	100 364	11 242	8 438	19 710	2,2	30 085	3,5
août	1 925	923 837	105 422	100 419	5 003	22 602	27 605	3,1	53 212	6,1
sep.	1 921	916 417	98 897	88 748	10 149	-17 569	-7 420	-0,8	80 823	9,7
oct.	1 901	941 755	108 342	99 558	8 784	16 554	25 338	2,8	88 037	10,3
nov.	1 902	940 272	83 249	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	5 14	-8 176	-7 662	-0,7	142 926	15,9
août	1 936	1 053 042	89 469	79 205	10 264	3 620	13 884	1,3	129 205	14,0
sep.	1 944	1 058 925	87 741	83 583	4 158	1 725	5 883	0,6	142 508	15,6
oct.	1 955	1 072 059	98 232	85 226	13 006	128	13 134	1,2	130 304	13,8
nov.	1 963	1 090 842	112 740	102 030	10 710	8 073	18 783	1,8	150 570	16,0
déc.	1 968	1 106 222	125 572	115 491	10 081	5 299	15 380	1,4	152 920	16,0
2005										
jan.	1 972	1 146 585	132 396	111 039	21 357	19 006	40 363	3,6	158 930	16,1
fév.	1 984	1 179 205	131 990	110 800	21 190	11 430	32 620	2,8	173 103	17,2
mars	1 987	1 194 010	145 327	126 554	18 773	-3 968	14 805	1,3	161 238	15,6
avril	1 996	1 197 141	119 034	108 301	10 733	-7 602	3 131	0,3	159 835	15,4
mai	2 005	1 247 407	118 447	107 568	10 879	39 387	50 266	4,2	220 740	21,5
juin	2 025	1 289 787	136 681	121 521	15 160	27 220	42 380	3,4	242 967	23,2
juil.	2 027	1 337 565	131 992	105 908	26 084	21 694	47 778	3,7	298 407	28,7
août	2 036	1 360 997	128 421	107 026	21 395	2 037	23 432	1,8	307 955	29,2
sep.	2 053	1 423 551	148 166	119 744	28 422	34 132	62 554	4,6	364 626	34,4
oct.	2 052	1 413 998	150 708	132 449	18 259	-27 812	-9 553	-0,7	341 939	31,9
nov.	2 060	1 474 551	152 255	131 754	20 501	40 052	60 553	4,3	383 709	35,2
déc.	2 060	1 525 208	174 354	150 830	23 524	27 133	50 657	3,4	418 986	37,9
2006										
jan.	2 052	1 583 244	187 967	153 857	34 110	23 926	58 036	3,8	436 659	38,1
fév.	2 080	1 638 106	179 180	143 162	36 018	18 844	54 862	3,5	458 901	38,9
mars	2 091	1 675 260	180 980	144 539	36 441	713	37 154	2,3	481 250	40,3
avril	2 103	1 702 239	145 022	115 826	29 196	-2 217	26 979	1,6	505 098	42,2
mai	2 113	1 657 677	186 685	166 891	19 794	-64 356	-44 562	-2,6	410 270	32,9
juin	2 130	1 652 126	152 970	154 964	-1 994	-3 557	-5 551	-0,3	362 339	28,1
juil.	2 150	1 679 518	157 122	139 623	17 499	9 893	47 778	1,7	341 953	25,6
août	2 158	1 707 406	148 170	140 733	7 437	20 451	27 888	1,7	346 409	25,5
sep.	2 170	1 733 030	148 737	140 801	7 936	17 688	25 624	1,5	309 479	21,7
oct.	2 201	1 781 117	170 967	152 720	18 247	29 840	48 087	2,8	367 119	26,0
nov.	2 229	1 799 525	190 889	171 460	19 429	-1 021	60 553	1,0	324 974	22,0
déc.	2 238	1 844 850	189 456	172 225	17 231	28 094	50 657	2,5	319 642	21,0
2007										
jan.	2 260	1 895 810	202 905	172 156	30 749	20 211	50 960	2,8	312 566	19,7
fév.	2 278	1 908 707	192 655	163 572	29 083	-16 186	12 897	0,7	270 601	16,5
mars	2 248	1 927 360	224 309	217 931	6 378	12 275	18 653	1,0	252 100	15,0
avril	2 276	1 966 996	192 202	169 969	22 233	17 403	39 636	2,1	264 757	15,6
mai	2 302	2 024 662	219 453	197 875	21 578	36 088	57 666	2,9	366 985	22,1
juin	2 352	2 047 022	222 567	201 969	20 598	1 762	22 360	1,1	394 896	23,9
juil.	2 407	2 052 977	237 910	214 139	23 771	-17 816	5 955	0,3	373 459	22,2
août	2 460	2 035 294	256 708	256 542	166	-17 849	-17 683	-0,9	327 888	19,2
sep.	2 501	2 059 144	184 081	184 688	-607	24 457	23 850	1,2	326 114	18,8
oct.	2 618	2 123 519	246 780	222 150	24 630	39 745	64 375	3,1	342 402	19,2
nov.	2 761	2 063 797	239 348	232 488	6 860	-66 582	-59 722	-2,8	264 272	14,7
déc.	2 868	2 059 395	251 892	248 843	3 049	-7 451	-4 402	-0,2	214 545	11,6
2008										
jan.	2 932	1 951 141	309 275	316 855	-7 580	-100 674	-108 254	-5,3	55 331	2,9
fév.	2 972	1 962 845	264 684	255 657	9 027	2 677	11 704	0,6	54 138	2,8
mars	3 012	1 895 445	279 665	274 871	4 794	-72 194	-67 400	-3,4	-31 915	-1,7
avril	3 083	1 964 076	265 131	247 138	17 993	50 638	68 631	3,6	-2 920	-0,1
mai	3 105	1 996 959	252 128	236 419	15 709	17 174	32 883	1,7	-27 703	-1,4
juin	3 153	1 902 092	269 567	284 913	-15 346	-79 521	-94 867	-4,8	-144 930	-7,1
juil.	3 220	1 896 357	296 664	287 020	9 644	-15 379	-5 735	-0,3	-156 620	-7,6
août	3 284	1 917 993	266 293	263 144	3 149	18 487	21 636	1,1	-117 301	-5,8
sep.	3 322	1 796 696	384 039	412 401	-28 362	-92 934	-121 297	-6,3	-262 448	-12,7

Source: CSSF

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.
2) Il s'agit de la variation mensuelle de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Tableau 4.16

Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois¹⁾ (en millions de EUR – données brutes – encours en fin de période)**1 Actif**

	Créances			Portefeuille de titres autres que les actions			Parts d'OPC monétaires	Portefeuille d'actions		Autres créances	Total de l'actif			
	sur les établissements de crédit	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	émis par des établissements de crédit	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités		émises par des établissements de crédit	émises par d'autres entités					
2006														
août	21 779	21 650	0	129	164 244	86 558	13 786	63 900	100	40	8	32	3 255	189 418
sep.	24 023	23 910	0	112	166 243	88 526	13 764	63 953	104	37	0	37	5 127	195 533
oct.	25 429	25 303	0	125	165 810	88 012	13 289	64 509	104	37	0	37	4 351	195 731
nov.	22 936	22 807	0	130	164 870	87 062	12 899	64 909	90	32	0	32	4 603	192 532
déc.	22 628	22 562	0	66	163 952	84 688	13 422	65 842	161	28	2	27	3 473	190 242
2007														
jan.	22 531	22 396	0	135	175 761	93 328	13 180	69 254	207	33	2	32	5 644	204 176
fév.	24 684	24 552	0	132	176 027	92 303	10 955	72 769	206	50	3	47	5 373	206 340
mars	23 068	22 940	0	128	180 395	93 164	11 178	76 053	392	136	7	130	4 386	208 378
avril	26 066	25 957	0	108	180 767	94 931	8 414	77 423	389	141	25	116	5 336	212 699
mai	25 684	25 599	0	84	192 269	101 681	8 496	82 093	604	173	40	133	6 607	225 337
juin	27 508	27 471	0	37	195 251	101 382	10 593	83 275	103	138	40	98	5 184	228 183
juil.	28 146	28 113	0	33	201 372	104 659	9 418	87 296	132	149	49	101	5 186	234 986
août	44 079	44 061	0	18	194 474	101 169	9 806	83 499	151	143	40	103	6 814	245 661
sep.	48 172	48 104	0	68	190 405	99 323	9 700	81 382	82	150	46	104	6 933	245 742
oct.	51 192	51 140	0	52	196 383	108 595	10 653	77 135	249	203	89	114	5 559	253 586
nov.	50 267	50 232	0	35	197 914	110 318	11 786	75 809	316	206	92	114	8 830	257 532
déc.	58 833	58 803	0	30	187 532	105 315	10 995	71 221	314	223	92	131	6 740	253 641
2008														
jan.	58 662	58 600	0	63	207 248	118 738	11 499	77 011	120	275	130	145	8 408	274 713
fév.	57 288	57 272	0	16	214 669	129 791	9 541	75 337	141	253	125	127	6 292	278 643
mars	61 293	61 247	0	46	220 152	136 331	11 169	72 651	102	210	100	110	6 356	288 113
avril	69 009	68 977	0	31	225 477	147 459	11 747	66 271	114	220	104	116	7 245	302 065
mai	63 415	63 351	0	65	234 257	153 926	10 910	69 421	231	184	93	91	5 890	303 977
juin	62 922	62 747	0	175	229 919	152 870	10 778	66 271	306	160	84	76	5 435	298 741
juil.	77 039	76 959	0	79	230 555	148 523	11 153	70 879	281	170	97	73	5 691	313 735
août	77 959	77 959	0	0	240 672	154 589	13 077	73 006	360	174	97	77	6 123	325 287
sep.	82 562	82 383	0	178	235 745	156 389	14 346	65 010	466	170	85	85	7 652	326 595
oct.	105 738	105 477	0	261	227 939	147 070	16 611	64 257	336	111	27	84	7 488	341 612

2 Passif

	Dettes envers les établissements de crédit	Parts émises	Autres exigibilités	Total du passif
2006				
août	1 257	183 609	4 552	189 418
sep.	1 822	186 919	6 793	195 533
oct.	1 718	188 035	5 978	195 731
nov.	1 581	184 604	6 347	192 532
déc.	1 413	184 206	4 623	190 242
2007				
jan.	1 871	195 007	7 298	204 176
fév.	1 532	197 219	7 589	206 340
mars	1 631	200 493	6 254	208 378
avril	1 524	203 120	8 055	212 699
mai	1 812	215 903	7 622	225 337
juin	2 195	219 664	6 324	228 183
juil.	1 760	226 864	6 362	234 986
août	2 201	235 816	7 644	245 661
sep.	1 636	236 959	7 147	245 742
oct.	1 997	243 652	7 936	253 586
nov.	2 000	247 298	8 233	257 532
2008				
jan.	2 762	260 363	11 587	274 713
fév.	3 512	267 538	7 593	278 643
mars	2 305	278 414	7 393	288 113
avril	3 045	290 131	8 889	302 065
mai	3 774	292 674	7 529	303 977
juin	1 803	290 159	6 779	298 741
juil.	2 676	303 245	7 814	313 735
août	2 473	315 863	6 951	325 287
sep.	1 962	317 144	7 490	326 595
oct.	2 043	323 742	15 827	341 612

Source: BCL

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

Tableau 4.23

Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises ¹⁾ (en fin de période)

	Dirigeants			Employés			Ouvriers			Total du personnel		
	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total
Total												
2003	8	2	10	34	54	88	0	0	0	42	56	98
2004	51	2	53	269	190	459	0	1	1	320	193	513
2005												
mars	64	7	71	300	243	543	0	1	1	364	251	615
juin	73	9	82	422	437	859	0	1	1	495	447	942
sep.	92	13	105	602	635	1 237	0	1	1	694	649	1 343
déc.	109	18	127	725	719	1 444	0	1	1	834	738	1 572
2006												
mars	164	50	214	888	792	1 680	0	1	1	1 052	843	1 895
juin	232	60	292	1 006	901	1 907	0	1	1	1 238	962	2 200
sep.	255	61	316	1 052	938	1 990	0	1	1	1 307	1 000	2 307
déc.	268	59	327	1 078	962	2 040	0	1	1	1 346	1 022	2 368
2007												
mars	311	66	377	1 149	997	2 146	2	2	4	1 462	1 065	2 527
juin	342	51	393	1 161	980	2 141	2	2	4	1 505	1 033	2 538
sep.	364	57	421	1 185	1 010	2 195	2	2	4	1 551	1 069	2 620
déc.	370	58	428	1 241	1 057	2 298	2	2	4	1 613	1 117	2 730
2008												
mars	374	59	433	1 254	1 066	2 320	2	2	4	1 630	1 127	2 757
juin	385	57	442	1 269	1 079	2 348	2	2	4	1 656	1 138	2 794
Luxembourgeois												
2003	0	0	0	1	4	5	0	0	0	1	4	5
2004	3	0	3	26	15	41	0	0	0	29	15	44
2005												
mars	4	2	6	21	22	43	0	0	0	25	24	49
juin	4	2	6	21	28	49	0	0	0	25	30	55
sep.	4	2	6	33	40	73	0	0	0	37	42	79
déc.	4	3	7	37	44	81	0	0	0	41	47	88
2006												
mars	18	17	35	71	44	115	0	0	0	89	61	150
juin	23	18	41	82	57	139	0	0	0	105	75	180
sep.	29	18	47	89	64	153	0	0	0	118	82	200
déc.	31	18	49	92	59	151	0	0	0	123	77	200
2007												
mars	38	18	56	94	61	155	0	0	0	132	79	211
juin	39	2	41	95	52	147	0	0	0	134	54	188
sep.	41	2	43	92	60	152	0	0	0	133	62	195
déc.	43	2	45	92	54	146	0	0	0	135	56	191
2008												
mars	45	2	47	92	53	145	0	0	0	137	55	192
juin	46	2	48	88	54	142	0	0	0	134	56	190
Etrangers												
2003	8	2	10	33	50	83	0	0	0	41	52	93
2004	48	2	50	243	175	418	0	1	1	291	178	469
2005												
mars	60	5	65	279	221	500	0	1	1	339	227	566
juin	69	7	76	401	409	810	0	1	1	470	417	887
sep.	88	11	99	569	595	1 164	0	1	1	657	607	1 264
déc.	105	15	120	688	675	1 363	0	1	1	793	691	1 484
2006												
mars	146	33	179	817	748	1 565	0	1	1	963	782	1 745
juin	209	42	251	924	844	1 768	0	1	1	1 133	887	2 020
sep.	226	43	269	963	874	1 837	0	1	1	1 189	918	2 107
déc.	237	41	278	986	903	1 889	0	1	1	1 223	945	2 168
2007												
mars	273	48	321	1 055	936	1 991	2	2	4	1 330	986	2 316
juin	303	49	352	1 066	928	1 994	2	2	4	1 371	979	2 350
sep.	323	55	378	1 093	950	2 043	2	2	4	1 418	1 007	2 425
déc.	327	56	383	1 149	1 003	2 152	2	2	4	1 478	1 061	2 539
2008												
mars	329	57	386	1 162	1 013	2 175	2	2	4	1 493	1 072	2 565
juin	339	55	394	1 181	1 025	2 206	2	2	4	1 522	1 082	2 604

Source: BCL

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

2) Pour le sous-tableau "Total" il s'agit de l'effectif total dans les sociétés de gestion luxembourgeoises, par rapport à l'emploi total dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeoises. 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 sociétés de gestion luxembourgeoises.

Tableau 5.1

Activité bancaire internationale: ventilation géographique ¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ (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	
Banques de la zone recensée ⁴⁾											
ACTIFS											
2001	4 314,2	1 027,0	321,2	76,2	426,5	89,9	82,8	141,9	110,6	111,2	6 701,5
2002	5 367,3	1 131,9	382,7	98,1	481,7	108,6	92,5	156,1	108,1	158,7	8 085,7
2003	7 323,6	1 361,2	429,7	20,0	539,6	124,2	118,2	218,3	99,4	199,8	10 433,9
2004	9 071,5	1 659,9	568,0	29,9	717,0	144,1	160,0	287,0	102,2	434,7	13 174,2
2005	9 504,0	2 009,4	493,9	36,7	861,1	154,3	165,5	391,9	99,6	426,3	14 142,9
2006											
mars	10 567,4	2 240,4	481,7	41,3	879,0	170,6	188,1	438,9	112,5	452,0	15 571,8
juin	11 214,3	2 141,1	488,8	44,7	1 039,6	170,4	171,4	406,6	86,3	473,4	16 236,5
sep.	11 264,4	2 293,9	489,3	47,9	1 119,0	181,6	187,3	417,3	88,9	487,4	16 577,0
déc.	12 104,6	2 359,9	488,1	55,5	1 231,2	192,9	191,7	471,8	86,8	514,0	17 696,5
2007											
mars	13 450,7	2 643,4	501,2	59,5	1 290,4	201,5	216,7	510,8	97,2	549,5	19 520,9
juin	13 985,2	2 803,3	521,2	68,7	1 313,4	223,7	238,9	563,2	110,2	608,5	20 436,3
sep.	14 880,9	2 842,8	551,3	102,5	1 513,3	244,0	290,6	732,2	150,2	422,2	21 730,2
déc.	15 701,8	2 880,6	599,7	196,6	1 576,1	284,4	317,8	717,1	165,2	449,5	22 888,8
2008											
mars	17 015,1	3 015,3	703,9	217,0	1 593,7	310,8	353,7	803,2	173,9	495,6	24 682,2
PASSIFS											
2001	3 561,3	906,1	214,8	64,1	716,8	233,6	94,5	117,7	81,8	925,5	6 916,2
2002	4 452,4	929,0	238,4	74,9	777,9	253,9	91,6	121,5	76,1	1 093,8	8 109,5
2003	5 967,2	1 036,8	236,4	35,5	896,9	287,2	113,0	152,0	87,1	1 470,3	10 282,2
2004	7 124,3	1 235,4	443,4	35,2	1 059,9	334,4	157,8	207,2	94,4	2 026,7	12 718,6
2005	7 453,1	1 427,9	289,2	40,1	1 072,8	408,9	171,4	295,6	102,4	2 264,9	13 526,3
2006											
mars	8 161,8	1 609,5	312,2	44,3	1 169,3	447,0	191,9	335,8	108,3	2 473,8	14 853,9
juin	8 689,6	1 565,6	316,6	45,3	1 203,0	465,3	177,5	344,7	91,5	2 660,5	15 559,5
sep.	8 877,1	1 604,6	310,8	50,4	1 230,2	510,5	190,9	370,8	98,0	2 495,7	15 739,1
déc.	9 341,6	1 615,1	341,1	61,3	1 315,0	543,1	204,3	384,0	103,9	2 641,1	16 550,4
2007											
mars	10 351,1	1 817,8	390,6	60,3	1 408,7	561,9	222,7	423,3	102,3	2 864,4	18 203,2
juin	10 783,0	1 923,0	383,6	63,0	1 447,0	568,3	232,7	451,2	124,1	3 058,3	19 034,1
sep.	11 880,4	2 153,2	498,5	71,3	1 681,9	596,0	291,0	516,4	139,6	2 478,7	20 306,9
déc.	12 709,2	2 178,1	525,3	142,1	1 822,1	664,6	300,2	415,9	138,7	2 499,1	21 395,2
2008											
mars	13 961,0	2 464,2	613,6	156,3	1 924,8	679,6	265,8	416,3	158,9	2 742,1	23 382,6
dont: établissements de crédit au Luxembourg											
ACTIFS											
2001	412,4	39,2	5,8	4,5	20,2	2,1	2,5	9,5	3,6	19,3	519,2
2002	529,1	37,6	8,0	5,2	24,0	2,2	2,4	9,1	3,0	21,1	641,9
2003	585,6	38,0	12,2	1,9	23,0	1,9	2,2	12,5	3,6	1,0	681,9
2004	661,4	35,6	17,6	2,9	25,0	2,6	2,2	14,3	2,5	33,8	797,9
2005	620,8	43,3	18,8	4,0	35,5	2,2	2,9	19,7	2,8	6,9	756,9
2006											
mars	662,6	45,5	18,9	5,1	38,0	5,1	3,1	21,6	3,6	7,8	811,3
juin	702,1	51,5	18,3	5,0	38,2	3,9	4,0	18,4	3,6	8,5	853,6
sep.	705,7	61,2	20,4	5,7	39,8	3,6	4,7	18,7	2,9	9,0	871,6
déc.	726,9	59,5	16,0	7,3	53,6	3,5	4,7	17,8	2,4	9,3	901,1
2007											
mars	749,4	61,8	14,0	7,6	49,5	3,6	5,9	18,2	4,5	9,6	924,0
juin	768,7	65,7	11,8	8,6	55,3	3,7	5,6	19,5	3,3	9,8	952,1
sep.	819,7	70,4	13,6	10,0	69,2	3,8	6,5	30,3	4,1	0,9	1 028,4
déc.	852,2	69,5	10,1	14,7	67,1	4,4	6,3	30,5	7,7	1,4	1 063,8
2008											
mars	934,7	68,2	12,8	15,7	69,2	4,5	8,3	34,9	8,3	7,0	1 163,5
PASSIFS											
2001	316,4	8,3	0,9	8,5	23,7	4,6	1,7	3,5	3,3	30,6	401,5
2002	384,4	15,1	1,2	9,3	27,6	4,9	1,8	2,2	3,1	36,2	485,8
2003	413,7	19,3	1,2	8,9	25,8	4,8	2,2	2,2	3,6	25,3	506,9
2004	426,8	9,8	1,4	9,4	28,5	4,4	1,6	2,7	3,8	35,3	523,7
2005	431,2	16,2	3,3	10,7	25,9	4,6	2,0	4,5	3,8	36,6	538,8
2006											
mars	458,1	19,6	6,3	12,7	30,7	4,8	2,4	5,3	3,7	11,7	555,3
juin	483,5	19,7	3,2	12,8	31,1	4,5	2,0	2,6	4,0	12,6	575,9
sep.	488,0	14,9	8,6	13,6	32,6	4,9	2,4	3,0	3,8	13,8	585,5
déc.	494,1	15,2	6,0	16,5	41,2	5,3	2,5	8,0	4,5	13,8	607,0
2007											
mars	485,4	19,4	3,4	17,1	41,9	5,6	4,6	8,5	4,8	13,8	604,5
juin	501,6	17,9	4,1	18,4	42,4	6,3	5,6	7,9	4,7	14,6	623,5
sep.	558,7	15,0	4,3	21,5	53,9	6,3	5,7	9,8	5,5	4,1	684,9
déc.	596,4	16,9	3,8	28,8	53,3	7,0	6,9	8,9	5,3	5,3	732,6
2008											
mars	663,8	18,2	3,9	22,1	54,2	6,1	6,4	9,3	6,5	5,8	796,3

Source: BRI et BCL

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

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

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

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

(en pourcentage du total actif/passif – 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	
Banques de la zone recensée											
ACTIFS											
2001	64,4	15,3	4,8	1,1	6,4	1,3	1,2	2,1	1,7	1,7	100,0
2002	66,4	14,0	4,7	1,2	6,0	1,3	1,1	1,9	1,3	2,0	100,0
2003	70,2	13,0	4,1	0,2	5,2	1,2	1,1	2,1	1,0	1,9	100,0
2004	68,9	12,6	4,3	0,2	5,4	1,1	1,2	2,2	0,8	3,3	100,0
2005	67,2	14,2	3,5	0,3	6,1	1,1	1,2	2,8	0,7	3,0	100,0
2006											
mars	67,9	14,4	3,1	0,3	5,6	1,1	1,2	2,8	0,7	2,9	100,0
juin	69,1	13,2	3,0	0,3	6,4	1,0	1,1	2,5	0,5	2,9	100,0
sep.	68,0	13,8	3,0	0,3	6,8	1,1	1,1	2,5	0,5	2,9	100,0
déc.	68,4	13,3	2,8	0,3	7,0	1,1	1,1	2,7	0,5	2,9	100,0
2007											
mars	68,9	13,5	2,6	0,3	6,6	1,0	1,1	2,6	0,5	2,8	100,0
juin	68,4	13,7	2,6	0,3	6,4	1,1	1,2	2,8	0,5	3,0	100,0
sep.	68,5	13,1	2,5	0,5	7,0	1,1	1,3	3,4	0,7	1,9	100,0
déc.	68,6	12,6	2,6	0,9	6,9	1,2	1,4	3,1	0,7	2,0	100,0
2008											
mars	68,9	12,2	2,9	0,9	6,5	1,3	1,4	3,3	0,7	2,0	100,0
PASSIFS											
2001	51,5	13,1	3,1	0,9	10,4	3,4	1,4	1,7	1,2	13,4	100,0
2002	54,9	11,5	2,9	0,9	9,6	3,1	1,1	1,5	0,9	13,5	100,0
2003	58,0	10,1	2,3	0,3	8,7	2,8	1,1	1,5	0,8	14,3	100,0
2004	56,0	9,7	3,5	0,3	8,3	2,6	1,2	1,6	0,7	15,9	100,0
2005	55,1	10,6	2,1	0,3	7,9	3,0	1,3	2,2	0,8	16,7	100,0
2006											
mars	54,9	10,8	2,1	0,3	7,9	3,0	1,3	2,3	0,7	16,7	100,0
juin	55,8	10,1	2,0	0,3	7,7	3,0	1,1	2,2	0,6	17,1	100,0
sep.	56,4	10,2	2,0	0,3	7,8	3,2	1,2	2,4	0,6	15,9	100,0
déc.	56,4	9,8	2,1	0,4	7,9	3,3	1,2	2,3	0,6	16,0	100,0
2007											
mars	56,9	10,0	2,1	0,3	7,7	3,1	1,2	2,3	0,6	15,7	100,0
juin	56,7	10,1	2,0	0,3	7,6	3,0	1,2	2,4	0,7	16,1	100,0
sep.	58,5	10,6	2,5	0,4	8,3	2,9	1,4	2,5	0,7	12,2	100,0
déc.	59,4	10,2	2,5	0,7	8,5	3,1	1,4	1,9	0,6	11,7	100,0
2008											
mars	59,7	10,5	2,6	0,7	8,2	2,9	1,1	1,8	0,7	11,7	100,0
dont: établissements de crédit au Luxembourg											
ACTIFS											
2001	79,4	7,6	1,1	0,9	3,9	0,4	0,5	1,8	0,7	3,7	100,0
2002	82,4	5,9	1,2	0,8	3,7	0,3	0,4	1,4	0,5	3,3	100,0
2003	85,9	5,6	1,8	0,3	3,4	0,3	0,3	1,8	0,5	0,1	100,0
2004	82,9	4,5	2,2	0,4	3,1	0,3	0,3	1,8	0,3	4,2	100,0
2005	82,0	5,7	2,5	0,5	4,7	0,3	0,4	2,6	0,4	0,9	100,0
2006											
mars	81,7	5,6	2,3	0,6	4,7	0,6	0,4	2,7	0,4	1,0	100,0
juin	82,3	6,0	2,1	0,6	4,5	0,5	0,5	2,2	0,4	1,0	100,0
sep.	81,0	7,0	2,3	0,7	4,6	0,4	0,5	2,1	0,3	1,0	100,0
déc.	80,7	6,6	1,8	0,8	6,0	0,4	0,5	2,0	0,3	1,0	100,0
2007											
mars	81,1	6,7	1,5	0,8	5,4	0,4	0,6	2,0	0,5	1,0	100,0
juin	80,7	6,9	1,2	0,9	5,8	0,4	0,6	2,0	0,3	1,0	100,0
sep.	79,7	6,8	1,3	1,0	6,7	0,4	0,6	2,9	0,4	0,1	100,0
déc.	80,1	6,5	0,9	1,4	6,3	0,4	0,6	2,9	0,7	0,1	100,0
2008											
mars	80,3	5,9	1,1	1,3	5,9	0,4	0,7	3,0	0,7	0,6	100,0
PASSIFS											
2001	78,8	2,1	0,2	2,1	5,9	1,1	0,4	0,9	0,8	7,6	100,0
2002	79,1	3,1	0,2	1,9	5,7	1,0	0,4	0,5	0,6	7,4	100,0
2003	81,6	3,8	0,2	1,7	5,1	0,9	0,4	0,4	0,7	5,0	100,0
2004	81,5	1,9	0,3	1,8	5,4	0,8	0,3	0,5	0,7	6,7	100,0
2005	80,0	3,0	0,6	2,0	4,8	0,9	0,4	0,8	0,7	6,8	100,0
2006											
mars	82,5	3,5	1,1	2,3	5,5	0,9	0,4	0,9	0,7	2,1	100,0
juin	84,0	3,4	0,5	2,2	5,4	0,8	0,3	0,5	0,7	2,2	100,0
sep.	83,3	2,5	1,5	2,3	5,6	0,8	0,4	0,5	0,6	2,4	100,0
déc.	81,4	2,5	1,0	2,7	6,8	0,9	0,4	1,3	0,7	2,3	100,0
2007											
mars	80,3	3,2	0,6	2,8	6,9	0,9	0,8	1,4	0,8	2,3	100,0
juin	80,5	2,9	0,7	2,9	6,8	1,0	0,9	1,3	0,8	2,3	100,0
sep.	81,6	2,2	0,6	3,1	7,9	0,9	0,8	1,4	0,8	0,6	100,0
déc.	81,4	2,3	0,5	3,9	7,3	1,0	0,9	1,2	0,7	0,7	100,0
2008											
mars	83,4	2,3	0,5	2,8	6,8	0,8	0,8	1,2	0,8	0,7	100,0

Source: BRI et BCL

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

Tableau 5.2

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

	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	EUR	CHF	JPY	Autres devises		
Banques de la zone recensée ³⁾								
ACTIFS								
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	2 923,3	806,8	5 588,3	271,3	410,1	434,2	10 433,9	
2004	3 532,8	982,7	7 082,7	307,4	497,8	770,6	13 174,2	
2005	4 163,9	1 110,2	7 385,4	308,0	476,7	698,6	14 142,9	
2006								
mars	5 036,6	1 215,1	8 095,0	387,9	456,5	380,7	15 571,8	
juin	4 590,4	1 385,9	8 661,4	367,9	458,4	772,5	16 236,5	
sep.	4 849,2	1 390,2	8 671,4	361,6	426,2	878,5	16 577,0	
déc.	5 079,6	1 570,2	9 298,0	389,6	420,1	939,0	17 696,5	
2007								
mars	5 464,0	1 924,7	10 191,4	422,2	454,7	1 063,8	19 520,9	
juin	5 778,7	2 017,9	10 672,7	425,7	467,9	1 073,3	20 436,3	
sep.	6 005,1	2 119,7	11 394,5	460,8	540,7	1 209,4	21 730,2	
déc.	6 064,3	2 317,5	12 174,5	485,1	597,7	1 249,8	22 888,8	
2008								
mars	6 262,6	2 385,9	13 381,2	573,3	746,0	1 333,2	24 682,2	
PASSIFS								
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	3 332,7	1 066,4	4 698,3	310,9	310,4	563,6	10 282,2	
2004	3 944,3	1 279,1	5 851,4	335,4	387,4	921,1	12 718,6	
2005	4 499,4	1 363,8	6 038,3	322,7	416,8	885,3	13 526,3	
2006								
mars	4 975,8	1 422,0	6 645,9	435,5	420,7	953,9	14 853,9	
juin	5 005,8	1 647,3	7 085,0	374,4	459,0	988,0	15 559,5	
sep.	5 297,9	1 630,8	6 972,4	357,0	401,8	1 079,2	15 739,1	
déc.	5 471,0	1 828,3	7 363,2	378,4	425,1	1 084,4	16 550,4	
2007								
mars	5 885,6	2 184,8	8 090,0	410,7	489,8	1 142,4	18 203,2	
juin	6 115,8	2 249,3	8 521,4	401,1	512,7	1 233,9	19 034,1	
sep.	6 442,7	2 411,0	9 098,7	421,3	584,0	1 349,3	20 306,9	
déc.	6 574,6	2 646,9	9 692,0	443,4	675,0	1 363,3	21 395,2	
2008								
mars	6 929,6	2 721,5	10 879,7	526,1	820,2	1 505,5	23 382,6	
dont: établissements de crédit au Luxembourg								
ACTIFS								
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	140,4	22,8	431,4	42,3	24,8	20,3	682,0	
2004	144,2	33,1	511,0	47,1	33,8	28,8	797,9	
2005	167,3	28,6	462,8	41,0	25,4	31,9	756,9	
2006								
mars	180,8	39,1	483,7	42,7	25,6	39,4	811,3	
juin	180,6	45,9	523,7	42,4	23,4	37,6	853,6	
sep.	192,6	46,3	523,2	44,5	25,9	39,2	871,6	
déc.	195,2	47,8	554,2	47,8	20,7	35,3	901,1	
2007								
mars	202,8	38,0	571,4	47,9	22,4	41,5	924,0	
juin	208,6	40,4	592,7	46,2	17,5	46,7	952,1	
sep.	213,6	39,1	659,0	48,3	18,3	50,1	1 028,4	
déc.	198,7	36,8	711,8	48,3	16,3	52,0	1 063,8	
2008								
mars	207,9	50,2	777,2	54,6	20,2	53,3	1 163,5	
PASSIFS								
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	127,0	28,9	308,8	24,7	4,9	13,6	508,0	
2004	113,3	26,6	335,3	23,7	4,3	20,4	523,7	
2005	137,0	26,7	314,0	25,8	9,0	26,3	538,8	
2006								
mars	145,2	37,9	308,8	23,6	11,7	28,0	555,3	
juin	143,1	36,8	333,9	24,9	10,5	26,6	575,9	
sep.	147,9	35,3	333,7	24,8	15,7	28,0	585,5	
déc.	147,9	35,9	358,6	27,7	11,5	25,5	607,0	
2007								
mars	149,2	34,1	352,5	29,7	10,2	28,8	604,5	
juin	148,9	35,5	366,4	29,4	9,1	34,3	623,5	
sep.	161,4	30,7	414,7	30,9	11,3	36,0	684,9	
déc.	160,9	26,8	458,5	35,7	12,3	38,5	732,6	
2008								
mars	152,4	41,0	513,9	39,8	10,5	38,7	796,3	

Source: BRI et BCL

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

2) Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelque soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

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

(en pourcentage du total actifs/passif – en fin de période)

	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	EUR	CHF	JPY	Autres devises		
Banques de la zone recensée ³⁾								
ACTIFS								
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	
2003	28,0	7,7	53,6	2,6	3,9	4,2	100,0	
2004	26,8	7,5	53,8	2,3	3,8	5,8	100,0	
2005	29,4	7,8	52,2	2,2	3,4	4,9	100,0	
2006								
mars	32,3	7,8	52,0	2,5	2,9	2,4	100,0	
juin	28,3	8,5	53,3	2,3	2,8	4,8	100,0	
sep.	29,3	8,4	52,3	2,2	2,6	5,3	100,0	
déc.	28,7	8,9	52,5	2,2	2,4	5,3	100,0	
2007								
mars	28,0	9,9	52,2	2,2	2,3	5,4	100,0	
juin	28,3	9,9	52,2	2,1	2,3	5,3	100,0	
sep.	27,6	9,8	52,4	2,1	2,5	5,6	100,0	
déc.	26,5	10,1	53,2	2,1	2,6	5,5	100,0	
2008								
mars	25,4	9,7	54,2	2,3	3,0	5,4	100,0	
PASSIFS								
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	
2003	32,4	10,4	45,7	3,0	3,0	5,5	100,0	
2004	31,0	10,1	46,0	2,6	3,0	7,2	100,0	
2005	33,3	10,1	44,6	2,4	3,1	6,5	100,0	
2006								
mars	33,5	9,6	44,7	2,9	2,8	6,4	100,0	
juin	32,2	10,6	45,5	2,4	2,9	6,3	100,0	
sep.	33,7	10,4	44,3	2,3	2,6	6,9	100,0	
déc.	33,1	11,0	44,5	2,3	2,6	6,6	100,0	
2007								
mars	32,3	12,0	44,4	2,3	2,7	6,3	100,0	
juin	32,1	11,8	44,8	2,1	2,7	6,5	100,0	
sep.	31,7	11,9	44,8	2,1	2,9	6,6	100,0	
déc.	30,7	12,4	45,3	2,1	3,2	6,4	100,0	
2008								
mars	29,6	11,6	46,5	2,2	3,5	6,4	100,0	
dont: établissements de crédit au Luxembourg								
ACTIFS								
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	
2003	20,6	3,3	63,2	6,2	3,6	3,0	100,0	
2004	18,1	4,1	64,0	5,9	4,2	3,6	100,0	
2005	22,1	3,8	61,1	5,4	3,4	4,2	100,0	
2006								
mars	22,3	4,8	59,6	5,3	3,2	4,9	100,0	
juin	21,2	5,4	61,4	5,0	2,7	4,4	100,0	
sep.	22,1	5,3	60,0	5,1	3,0	4,5	100,0	
déc.	21,7	5,3	61,5	5,3	2,3	3,9	100,0	
2007								
mars	22,0	4,1	61,8	5,2	2,4	4,5	100,0	
juin	21,9	4,2	62,3	4,8	1,8	4,9	100,0	
sep.	20,8	3,8	64,1	4,7	1,8	4,9	100,0	
déc.	18,7	3,5	66,9	4,5	1,5	4,9	100,0	
2008								
mars	17,9	4,3	66,8	4,7	1,7	4,6	100,0	
PASSIFS								
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	
2003	25,0	5,7	60,8	4,9	1,0	2,7	100,0	
2004	21,6	5,1	64,0	4,5	0,8	3,9	100,0	
2005	25,4	5,0	58,3	4,8	1,7	4,9	100,0	
2006								
mars	26,2	6,8	55,6	4,3	2,1	5,0	100,0	
juin	24,9	6,4	58,0	4,3	1,8	4,6	100,0	
sep.	25,3	6,0	57,0	4,2	2,7	4,8	100,0	
déc.	24,4	5,9	59,1	4,6	1,9	4,2	100,0	
2007								
mars	24,7	5,6	58,3	4,9	1,7	4,8	100,0	
juin	23,9	5,7	58,8	4,7	1,5	5,5	100,0	
sep.	23,6	4,5	60,5	4,5	1,6	5,3	100,0	
déc.	22,0	3,7	62,6	4,9	1,7	5,3	100,0	
2008								
mars	19,1	5,2	64,5	5,0	1,3	4,9	100,0	

Source: BRI et BCL

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

2) Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelque soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

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

Tableau 5.3

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

	Banques de la zone recensée ³⁾			dont établissements de crédit au Luxembourg			Part du Luxembourg	
	Total	dont à l'égard du secteur non bancaire		Total	dont à l'égard du secteur non bancaire		Total; colonne 5 en % de la colonne 2	dont à l'égard du secteur non bancaire; colonne 6 en % de la colonne 3
	en milliards de USD	en milliards de USD	colonne 3 en % de la colonne 2	en milliards de USD	en milliards de USD	colonne 6 en % de la colonne 5		
ACTIFS								
2001	6 701,5	2 433,8	36,3	519,2	199,8	38,5	7,7	8,2
2002	8 085,7	2 920,4	36,1	641,9	231,2	36,0	7,9	7,9
2003	10 433,9	4 023,4	38,6	681,9	229,6	33,7	6,5	5,7
2004	13 174,2	5 210,3	39,5	797,9	278,4	34,9	6,1	5,3
2005								
mars	13 557,0	5 271,3	38,9	747,7	248,8	33,3	5,5	4,7
juin	13 669,6	5 293,8	38,7	734,4	242,5	33,0	5,4	4,6
sep.	13 949,8	5 467,7	39,2	745,6	255,9	34,3	5,3	4,7
déc.	14 142,9	4 443,9	31,4	756,9	271,8	35,9	5,4	6,1
2006								
mars	15 571,8	6 117,9	39,3	811,3	285,3	35,2	5,2	4,7
juin	16 236,5	6 397,1	39,4	853,6	305,7	35,8	5,3	4,8
sep.	16 577,0	6 424,8	38,8	871,6	319,2	36,6	5,3	5,0
déc.	17 696,5	6 891,9	38,9	901,1	318,8	35,4	5,1	4,6
2007								
mars	19 520,9	8 498,5	43,5	924,0	330,9	35,8	4,7	3,9
juin	20 436,3	7 874,7	38,5	952,1	342,0	35,9	4,7	4,3
sep.	21 730,2	8 340,7	38,4	1 028,4	370,9	36,1	4,7	4,4
déc.	22 888,8	8 710,9	38,1	1 063,8	375,9	35,3	4,6	4,3
2008								
mars	24 682,2	9 141,5	37,0	1 163,5	411,5	35,4	4,7	4,5
PASSIFS								
2001	6 916,2	1 747,1	25,3	401,5	146,5	36,5	5,8	8,4
2002	8 109,5	2 064,3	25,5	485,8	164,3	33,8	6,0	8,0
2003	10 282,2	2 870,0	27,9	506,9	186,4	36,8	4,9	6,5
2004	12 718,6	3 463,2	27,2	523,7	208,5	39,8	4,1	6,0
2005								
mars	13 007,4	3 522,6	27,1	517,8	173,3	33,5	4,0	4,9
juin	13 076,5	3 490,2	26,7	503,3	159,8	31,7	3,8	4,6
sep.	13 394,4	3 559,0	26,6	533,4	186,4	34,9	4,0	5,2
déc.	13 526,3	3 506,7	25,9	538,8	181,1	33,6	4,0	5,2
2006								
mars	14 853,9	3 750,5	25,2	555,3	177,5	32,0	3,7	4,7
juin	15 559,5	4 018,6	25,8	575,9	171,9	29,9	3,7	4,3
sep.	15 739,1	4 144,0	26,3	585,5	181,3	31,0	3,7	4,4
déc.	16 550,4	4 326,2	26,1	607,0	200,5	33,0	3,7	4,6
2007								
mars	18 203,2	4 963,4	27,3	604,5	187,1	30,9	3,3	3,8
juin	19 034,1	4 834,8	25,4	623,5	191,4	30,7	3,3	4,0
sep.	20 306,9	5 127,5	25,2	684,9	199,7	29,2	3,4	3,9
déc.	21 395,2	5 307,3	24,8	732,6	207,6	28,3	3,4	3,9
2008								
mars	23 382,6	5 789,2	24,8	796,3	226,9	28,5	3,4	3,9

Source: BRI et BCL

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

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

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

Tableau 10.1

Balance des paiements du Luxembourg: résumé ¹⁾²⁾³⁾ (en millions de EUR – données brutes)

	Compte des transactions courantes						Compte de capital	Compte des opérations financières									Erreurs et Omissions
	Solde	Marchandises	Services	Rémunération des salariés	Revenus des investissements	Transferts courants		Solde	Investissements directs ⁴⁾		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés	Autres investissements		Avoirs de réserves	
									A l'étranger	Au Luxembourg	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
2002	2 526	-2 220	8 615	-3 278	-280	-310	-95	-2 668	-133 517	122 341	7 026	70 389	-1 452	-46 327	-21 089	-38	237
1 ^{er} trim.	1 140	-200	2 477	-764	-267	-106	-10	-537	-27 800	23 921	1 873	31 496	-236	-20 823	-8 937	-29	-593
2 ^e trim.	911	-441	2 210	-813	134	-179	-56	-1 250	-10 848	6 078	5 541	28 535	-620	-40 292	10 343	13	396
3 ^e trim.	262	-700	1 811	-778	50	-122	-29	-398	-6 465	4 845	6 869	-2 472	-1 822	29 689	-31 017	-25	164
4 ^e trim.	213	-880	2 117	-923	-197	96	0	-483	-88 405	87 497	-7 257	12 831	1 226	-14 901	8 522	3	270
2003	2 103	-2 640	8 806	-3 474	-42	-547	-125	-1 962	-88 399	79 037	-69 724	87 009	5 275	-28 758	13 692	-94	-16
1 ^{er} trim.	370	-576	2 185	-807	-173	-259	-39	-927	-16 219	16 457	-17 721	9 482	-982	797	7 258	1	596
2 ^e trim.	2	-637	2 117	-851	-503	-124	-46	-142	-27 540	22 114	-17 717	20 746	5 268	-12 523	9 570	-59	186
3 ^e trim.	747	-658	2 051	-824	263	-85	-29	-395	-19 434	16 516	-22 452	26 642	-905	5 020	-5 766	-16	-323
4 ^e trim.	984	-770	2 453	-991	372	-80	-12	-497	-25 205	23 949	-11 833	30 139	1 894	-22 053	2 631	-19	-474
2004	3 254	-2 862	10 468	-3 866	380	-866	-617	-2 808	-67 678	63 335	-69 713	111 215	-2 638	-93 406	56 083	-5	171
1 ^{er} trim.	1 184	-516	2 776	-895	130	-311	-395	-368	-8 741	6 716	-15 923	25 372	2 274	-30 038	19 962	11	-421
2 ^e trim.	-35	-874	2 618	-951	-540	-289	-36	-363	-9 522	7 449	4 535	21 285	-4 026	-29 383	9 289	10	434
3 ^e trim.	1 027	-693	2 387	-905	451	-214	-87	-660	-14 286	12 438	-32 954	17 796	-2 122	3 418	15 043	7	-279
4 ^e trim.	1 079	-779	2 687	-1 116	339	-52	-99	-1 417	-35 130	36 732	-25 371	46 762	1 236	-37 403	11 790	-33	437
2005	3 324	-3 390	13 065	-4 253	-1 156	-942	884	-4 300	-100 206	93 420	-214 684	253 919	-2 767	-154 186	120 165	39	92
1 ^{er} trim.	1 211	-646	3 220	-978	-85	-300	1 087	-2 736	-11 425	13 855	-54 379	61 418	1 185	-28 121	14 726	6	438
2 ^e trim.	226	-924	3 083	-1 049	-859	-24	-47	-128	-10 654	8 202	-45 634	46 226	483	-61 404	62 641	11	-51
3 ^e trim.	1 037	-512	3 027	-1 000	-117	-360	-54	-1 055	-25 188	23 141	-60 589	76 661	-570	-24 405	9 903	-8	73
4 ^e trim.	850	-1 307	3 735	-1 227	-95	-257	-101	-381	-52 939	48 222	-54 082	69 613	-3 865	-40 256	32 896	30	-367
2006	3 543	-3 473	16 486	-4 848	-3 572	-1 049	-275	-3 509	-88 259	99 788	-143 289	202 283	8 070	-212 053	129 928	24	240
1 ^{er} trim.	1 128	-754	4 188	-1 118	-789	-400	-31	-792	-12 264	11 824	-90 596	98 358	-170	-49 490	41 516	30	-304
2 ^e trim.	655	-816	4 038	-1 200	-1 416	50	-109	-963	-17 154	9 595	-14 577	42 295	-597	-38 236	17 724	-14	417
3 ^e trim.	1 170	-705	3 816	-1 144	-382	-414	-37	-1 603	-27 610	51 790	-12 496	6 746	5 056	-61 653	36 559	6	470
4 ^e trim.	590	-1 199	4 444	-1 386	-985	-285	-98	-151	-31 231	26 578	-25 620	54 884	3 781	-62 674	34 129	2	-342
2007 (p)	3 572	-3 489	19 732	-5 558	-5 391	-1 723	-120	-3 578	-180 433	135 575	-128 050	227 586	11 105	-181 877	112 455	61	126
1 ^{er} trim. (p)	1 185	-680	5 002	-1 283	-1 377	-477	-15	-698	-36 954	42 907	-40 746	66 722	-1 220	-44 484	13 070	7	-472
2 ^e trim. (p)	-123	-824	4 703	-1 376	-2 242	-384	-33	491	-21 603	11 706	-39 814	58 167	9 256	-43 018	25 799	-1	-335
3 ^e trim. (p)	1 280	-914	4 745	-1 313	-780	-458	-27	-1 721	-55 284	16 351	-18 368	64 143	-5 683	-38 961	36 096	-14	468
4 ^e trim. (p)	1 230	-1 070	5 282	-1 586	-993	-404	-45	-1 650	-66 592	64 612	-29 122	38 554	8 752	-55 413	37 490	70	465
2008																	
1 ^{er} trim. (p)	1 157	-749	5 063	-1 470	-1 064	-623	-49	-1 667	-51 768	40 351	10 347	-4 397	-2 547	-37 196	43 881	-339	560
2 ^e trim. (p)	-108	-978	4 948	-1 575	-2 068	-435	-34	-244	22 945	-28 648	-7 323	23 857	547	-8 009	-3 717	105	386

Source: BCL/STATEC

(p) = provisoire

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

2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie.

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

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

Tableau 11.1

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

	Total			Investissements directs ³⁾			Investissements de portefeuille			Produits financiers dérivés	Autres investissements			Avoirs de réserves
	Position nette	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements		Solde	Avoirs	Engagements	
2002	26 585	1 910 089	1 883 504	-10 847	479 808	490 655	-56 782	880 510	937 292	6 295	87 748	542 193	454 445	171
2003	35 992	2 182 862	2 146 870	-22 515	585 882	608 396	-3 120	1 055 585	1 058 705	-4 413	65 793	534 197	468 404	247
2004														
1 ^{er} trim.	24 457	2 300 272	2 275 816	-20 325	595 335	615 660	-36 732	1 123 776	1 160 508	-6 879	88 151	576 437	488 285	242
2 ^e trim.	28 150	2 328 904	2 300 754	-18 537	605 097	623 634	-49 299	1 115 774	1 165 072	-5 737	101 490	602 171	500 681	233
3 ^e trim.	26 142	2 361 605	2 335 463	-29 947	619 416	649 363	-22 432	1 148 392	1 170 823	-5 012	83 309	587 219	503 910	223
4 ^e trim.	31 372	2 464 470	2 433 098	-48 067	649 556	697 623	-32 890	1 186 634	1 219 524	-4 913	117 000	621 588	504 588	243
2005														
1 ^{er} trim.	30 532	2 581 335	2 550 803	-36 118	664 740	700 858	-61 731	1 247 031	1 308 762	-2 592	130 728	660 534	529 806	245
2 ^e trim.	32 964	2 771 827	2 738 863	-25 881	683 125	709 006	-77 893	1 339 264	1 417 157	-3 037	139 526	740 853	601 327	249
3 ^e trim.	34 251	2 949 073	2 914 822	-19 717	711 527	731 244	-85 674	1 457 998	1 543 672	-2 550	141 932	770 464	628 533	260
4 ^e trim.	38 533	3 148 389	3 109 856	-13 825	759 689	773 514	-87 418	1 560 499	1 647 918	3 996	135 544	812 590	677 046	236
2006														
1 ^{er} trim.	42 326	3 359 738	3 317 412	-21 473	769 861	791 333	-61 878	1 719 901	1 781 778	2 981	122 490	855 417	732 927	206
2 ^e trim.	42 501	3 361 553	3 319 053	-13 956	786 646	800 602	-83 252	1 675 689	1 758 941	4 659	134 837	882 975	748 138	213
3 ^e trim.	39 834	3 517 312	3 477 478	-40 906	812 491	853 397	-71 374	1 754 773	1 826 147	544	151 362	937 924	786 562	208
4 ^e trim.	41 366	3 663 950	3 622 584	-47 194	826 839	874 033	-74 455	1 846 950	1 921 405	-1 085	163 900	980 664	816 765	202
2007														
1 ^{er} trim. (p)	44 607	3 802 091	3 757 484	-67 168	858 563	925 731	-76 350	1 914 450	1 990 800	4 652	183 279	1 018 056	834 777	194
2 ^e trim. (p)	39 871	3 972 166	3 932 296	-60 133	876 109	936 242	-80 506	2 031 152	2 111 657	-4 870	185 186	1 053 519	868 333	192
3 ^e trim. (p)	34 697	4 045 965	4 011 268	-16 656	934 626	951 281	-174 047	1 982 665	2 156 712	2 218	222 971	1 116 809	893 837	209
4 ^e trim. (p)	37 956	4 136 500	4 098 544	-14 881	991 875	1 006 756	-192 918	1 958 160	2 151 077	-7 039	252 654	1 176 759	924 106	140
2008 (p)														
1 ^{er} trim. (p)	34 008	4 042 462	4 008 454	-13 100	1 026 141	1 039 240	-196 718	1 813 293	2 010 011	-3 446	246 811	1 191 083	944 272	461
2 ^e trim. (p)	38 802	4 059 217	4 020 415	-22 048	1 009 363	1 031 411	-191 228	1 838 533	2 029 760	-337	252 047	1 191 684	939 637	366

Source: BCL

(p) = provisoire

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

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

3) Les investissements directs des Entités Financières Spécialisées (Special Purpose Entities en anglais ou SPE en sigle) sont inclus et représentent une fraction d'environ 90% de la position totale des investissements directs.

Les SPE sont des entités regroupant diverses catégories de sociétés financières non-bancaires telles que les sociétés Holdings, les auxiliaires financiers et les autres intermédiaires financiers.

4 ACTUALITÉS

1	Actualités	160
2	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	170
3	Liste des circulaires de la BCL	171
4	Publications de la BCL	176
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	182
6	Liste des abréviations	185

ACTUALITÉS

4



1 ACTUALITÉS

MODIFICATIONS DE LA LOI ORGANIQUE DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

1 INTRODUCTION

La loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg (ci-après la loi organique de la BCL) a été à nouveau¹ modifiée par la loi datée du 24 octobre 2008 et portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg. Cette loi contient aussi d'autres dispositions relatives aux banques d'émission de lettres de gage, à la société d'investissement en capital à risque (SICAR), et à la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF).

La modification de la loi organique de la BCL remonte à plusieurs initiatives prises dans ce sens par la BCL et qui ont fait l'objet d'avis largement favorables de la Banque centrale européenne (BCE)². La BCL avait dès 2006 proposé au Gouvernement une refonte de sa loi organique pour lui permettre de développer au mieux ses activités dans le cadre de l'Eurosystème et au niveau national. Le législateur a procédé à une première modification par la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers et qui contient des dispositions relatives au régime d'immunité de la BCL, à l'acceptation des créances comme gage et à la création d'un registre des contrats de mise en gage de ces créances.

La loi du 24 octobre 2008 quant à elle contient des dispositions relatives aux domaines suivants:

- 1) Le capital de la Banque centrale par l'incorporation de réserves, sur base d'un règlement grand-ducal (Article 4 paragraphe 1) ;
- 2) le régime de pension des agents de la Banque centrale (Article 14 paragraphe 4 lettre b) ;
- 3) la constitution des réserves minimum (Article 23) ;
- 4) la participation dans des établissements publics, des sociétés ou des associations de caractère public ou privé (Article 26-1) ;
- 5) le pouvoir réglementaire de la BCL (Article 34 paragraphe 1).

1 La dernière modification a été entreprise par la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers.

2 Voir avis de la BCE du 15 avril 2008 sollicité par le ministre luxembourgeois du Trésor et du Budget sur un projet de loi portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg et sur un projet de loi en matière d'assurances sociales, (CON/2008/17), disponible sur le site http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fr_con_2008_17_f_sign.pdf ; avis de la BCE du 10 septembre 2008 sollicité par la Banque centrale du Luxembourg sur des amendements au projet de loi portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg et modifiant la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg (CON/2008/42), disponible sur le site http://www.ecb.eu/ecb/legal/pdf/fr_con_2008_42.pdf.

A part ces dispositions institutionnelles propres au fonctionnement de la BCL, la loi du 24 octobre 2008 confère à la Banque centrale des nouvelles missions qui déterminent son rôle en matière de stabilité financière. Il s'agit des dispositions relatives aux missions suivantes :

- 1) la surveillance de la situation générale de la liquidité sur les marchés ainsi que l'évaluation des opérateurs de marché à cet égard (Article 2 paragraphe 4) ;
- 2) la coopération entre autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel et la stabilité du système financier (Article 2 paragraphe 5) ;
- 3) la fourniture de liquidités d'urgence (Article 27-2).

La loi du 24 octobre 2008 modifiant la loi organique de la BCL comporte ainsi deux types de dispositions :

Tout d'abord les dispositions institutionnelles propres au fonctionnement de la BCL et ensuite les nouvelles missions qui déterminent le rôle de la Banque centrale en matière de stabilité financière.

2 LES DISPOSITIONS PROPRES AU FONCTIONNEMENT DE LA BCL

2.1 L'augmentation du capital par incorporation de réserves

Le paragraphe (1) de l'article 4 est complété par la phrase suivante: « Un règlement grand-ducal peut augmenter le capital par l'incorporation de réserves, sur proposition de la Banque centrale. »

Le capital de la BCL, qui s'élève actuellement à 25 millions d'euros, peut être augmenté par l'incorporation de réserves sur base d'un règlement grand-ducal pris sur proposition de la BCL. Le capital de la BCL pourrait par conséquent faire l'objet d'un rééquilibrage périodique par l'incorporation de réserves sans qu'il faille avoir recours au législateur, dont l'intervention serait néanmoins maintenue en cas d'augmentation du capital par l'apport de fonds nouveaux.

Lors des travaux d'élaboration de la loi du 23 décembre 1998 relative à la BCL, celle-ci avait proposé que son capital soit augmenté pour être porté à 150 millions d'euros et qu'il soit prévu de créer un fonds de réserve général auquel les bénéfices nets de son activité seraient transférés jusqu'à un plafond égal à 100 % du capital (comme c'est le cas dans le cadre de l'article 33.1 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, ci-après les Statuts du SEBC). La proposition de la BCL a été partiellement suivie. L'article 31 de la loi organique de la BCL prévoit la création d'un fonds de réserve général et impose à la BCL d'affecter son bénéfice à ce fonds de réserve tant que le total du capital et du fonds de réserve n'atteint pas le total des actifs de la BCL qui ne produisent pas de revenus librement disponibles, déduction faite des passifs qui forment la contrepartie directe de tels actifs.

Dans cette optique, la possibilité offerte à la BCL d'augmenter son capital par l'incorporation de réserves, contribue à renforcer sa situation financière.

Dans son avis du 15 avril 2008, la BCE a souligné qu'il importe « ...néanmoins de vérifier si le capital de la BCL, tel qu'augmenté par l'incorporation de ces réserves, serait suffisant pour accomplir effi-



cacement toutes ses missions et couvrirait de manière adéquate ses dépenses administratives et ses frais de fonctionnement, dès lors qu'ils ont évolué depuis son établissement »³.

2.2 La réglementation du régime de pension des agents de la BCL

L'article 14, paragraphe (4), lettre b), est complété comme suit: « La Banque centrale peut faire appel aux instances et services des organismes de pension suivant le régime de pension de l'agent concerné ».

Comme la Banque centrale agit en tant qu'organisme de pension au titre de différents régimes de pension, elle doit être en mesure de constater notamment l'infirmité requise pour l'ouverture d'un droit à une pension d'invalidité de ses agents et de façon générale de disposer des avis prescrits par la loi. Compte tenu du nombre restreint des cas prévisibles, il serait peu opportun d'instituer auprès de la Banque centrale une institution autonome chargée de l'émission des droits acquis. La nouvelle disposition étend la compétence des instances et services des organismes de pension en place pour traiter les cas pouvant se présenter auprès de la Banque centrale.

2.3 La constitution de réserves obligatoires

En vertu de l'article 23 de la loi organique de la BCL, « La Banque centrale est le dépositaire des sommes que les établissements de crédit sont obligés de maintenir en dépôt en vertu de mesures de contrôle monétaire, dans le cadre de l'article 19 du Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne ».

Dans sa version initiale le projet de loi ne prévoyait pas que la constitution de telles réserves soit obligatoire. Suite à l'avis de la BCE du 15 avril 2008, les mots « peuvent le cas échéant être » sont remplacés par le mot « sont », transformant ainsi en obligation ce qui n'était auparavant qu'une possibilité. À cet égard, l'avis a été émis lors des travaux préparatoires que « les termes qu'il est proposé de remplacer à cet endroit, étaient appropriés en 1998, mais ne le sont plus depuis que les réserves obligatoires sont devenues un instrument courant de la politique monétaire de la BCE ».

La loi du 24 octobre 2008 transpose ainsi en droit national des exigences formulées par la BCE au niveau de l'Eurosystème⁴.

2.4 La prise de participations

Conformément à l'article 26-1 de la loi organique, « Dans la limite de ses compétences et missions, la Banque centrale est autorisée à prendre et céder des participations dans des établissements publics, des sociétés ou des associations de caractère public ou privé ».

3 Avis de la BCE du 15 avril 2008 sollicité par le ministre luxembourgeois du Trésor et du Budget sur un projet de loi portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg et sur un projet de loi en matière d'assurances sociales, (CON/2008/17), disponible sur le site http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fr_con_2008_17_f_sign.pdf.

4 Dans son avis du 15 avril 2008 sollicité par le ministre luxembourgeois du Trésor et du Budget sur un projet de loi portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg et sur un projet de loi en matière d'assurances sociales, la BCE rappelle que cette obligation est justifiée parce que « ...en vertu de l'article 19.1 des statuts du SEBC, la BCE « est habilitée » à imposer aux établissements de crédit établis dans les États membres la constitution de réserves obligatoires auprès de la BCE et des banques centrales nationales (BCN), conformément aux objectifs en matière de politique monétaire. En vertu de l'article 2 du règlement (CE) n°2531/98 du Conseil du 23 novembre 1998 concernant l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne, qui est obligatoire erga omnes, « [l]a BCE peut, sur une base non discriminatoire, exempter certaines institutions des réserves minimales conformément aux critères qu'elle aura établis ». De plus, l'article 2 du règlement BCE/2003/9 du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires⁵, qui est également applicable erga omnes, énumère les catégories d'établissements qui « sont assujetties » à la constitution de réserves et précise que la BCE « peut exempter » certains établissements de cette obligation. En outre, l'article 6 prévoit qu'un établissement « constitue ses réserves obligatoires sur un ou plusieurs comptes de réserves auprès de la banque centrale nationale de chaque État membre participant où il est établi, en fonction de son assiette des réserves dans l'État membre considéré », (CON/2008/17).

L'article inclut différentes formes d'association ou de participation. Des dispositions analogues sont prévues pour certaines banques centrales de l'Eurosystème, qui prévoient d'une manière expresse la possibilité de prendre des participations. L'article poursuit un objectif double: d'une part, il s'agit de tenir compte de la situation actuelle ; d'autre part, il y a lieu d'assurer la participation de la BCL à toutes activités futures de l'Eurosystème ou à d'autres activités pouvant présenter un intérêt pour le champ d'action de la BCL. La Banque centrale a succédé à l'IML comme membre de deux groupements d'intérêt économique pour la gestion de systèmes de paiement au niveau national (SYPAL et RTGS-L (en liquidation)). La BCL participe par ailleurs actuellement à la société SWIFT (société anonyme de droit belge) et à l'Agence de transfert de technologie financière (société anonyme de droit luxembourgeois – ATTF). Les raisons pour les participations peuvent être diverses. Ainsi, la participation dans SWIFT permet à la BCL d'utiliser les services de SWIFT dans le cadre de l'exécution de ses missions ; la participation dans l'ATTF permet à la BCL de contribuer à la coopération avec les pays tiers par la fourniture d'assistance technique notamment à leurs banques centrales.

Au sein de l'Eurosystème, il est envisagé de recourir à l'avenir à la forme juridique de la société commerciale pour donner, en fonction de certains projets, un cadre à la coopération entre banques centrales. Si l'Eurosystème gère actuellement des plateformes communes réglementées au moyen des orientations de la BCE (TARGET2), il est envisagé, pour la réalisation de TARGET 2 Securities, de recourir à la création, par les Banques centrales nationales de l'Eurosystème, d'une nouvelle entité juridique. L'article 26-1 fournit une base juridique pour permettre une participation de la BCL dans une telle entité.

2.5 Un pouvoir réglementaire

L'article 34 de la loi organique de la BCL est complété par un nouveau paragraphe (1) libellé comme suit: « Dans la limite de ses compétences et missions la Banque centrale a le pouvoir de prendre des règlements. Les règlements de la Banque centrale sont publiés au Mémorial ».

Une disposition analogue de la loi du 24 octobre 2008 confère à la CSSF un pouvoir d'adopter des règlements⁵.


Ces modifications tiennent compte de l'article 108 bis de la Constitution qui prévoit que « La loi peut créer des établissements publics, dotés de la personnalité civile, dont elle détermine l'organisation et l'objet. Dans la limite de leur spécialité le pouvoir de prendre des règlements peut leur être accordé par la loi ... ».

La nouvelle disposition est fondamentale puisqu'elle permet à la BCL de mettre en œuvre ses missions en recourant à un instrument juridique contraignant. Ce pouvoir réglementaire propre dans le chef de la Banque centrale vient s'ajouter au pouvoir d'exécution des décisions de la BCE, dont la Banque centrale dispose en sa qualité de membre du SEBC.

Sur le fondement de cette nouvelle base légale, la BCL vient d'adopter un règlement relatif aux conditions de mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro⁶. Ce règlement a été publié le 1^{er} décembre 2008 au Mémorial. Il est également publié sur le site internet de la BCL.

5 Voir Article III de la loi du 24 octobre 2008 modifiant l'article 9 de la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

6 Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N° 1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties. Domaine: Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro publié au Mémorial A -- N° 173 du 1^{er} décembre 2008, p. 2398.



Au-delà de ce domaine, le pouvoir réglementaire est susceptible de servir la mise en œuvre d'autres compétences de la Banque. A l'occasion de son avis du 15 avril 2008, la BCE a soulevé que « Le pouvoir réglementaire de la BCL, le cas échéant assorti d'un pouvoir de sanction, est particulièrement bienvenu dans le cadre de la collecte, de l'élaboration et de la déclaration de données statistiques »⁷.

Le pouvoir réglementaire permettra également à la BCL de remplacer par un règlement le cadre contractuel contenant ses conditions générales pour la mise en œuvre des opérations de politique monétaire⁸.

Dans le domaine la stabilité financière la loi du 24 octobre 2008 confère à la BCL, comme nous allons le voir, une compétence de surveillance de la situation générale de la liquidité sur les marchés et d'évaluation des opérateurs de marché à cet égard. Dans ce domaine le pouvoir réglementaire permettra à la BCL de déterminer les conditions relatives à la gestion de la liquidité et les modalités de mise en œuvre du contrôle de cette gestion.

A cet égard le recours aux règlements comporte un renforcement substantiel de la sécurité juridique en faveur des justiciables ceci surtout au regard de l'ancienne pratique de l'émission des « circulaires », sans valeur juridique déterminée.

3 LES NOUVELLES MISSIONS DE LA BCL

L'avis précité de la BCE du 15 avril 2008 a sonné l'avènement d'une seconde vague de dispositions incluses dans la loi organique de la BCL et qui lui confèrent d'importantes missions dans le domaine de la stabilité financière.

3.1 La surveillance de la liquidité

L'article 2 intitulé « La mission et le statut juridique de la Banque centrale du Luxembourg » est complété d'un nouvel paragraphe (4) qui prévoit que « La Banque centrale est en charge de la surveillance de la situation générale de la liquidité sur les marchés ainsi que de l'évaluation des opérateurs de marché à cet égard. Les modalités de coordination et de coopération pour l'exercice de cette mission font l'objet d'accords entre la Banque centrale et la Commission de surveillance du secteur financier ainsi que le Commissariat aux assurances, dans le respect des compétences légales des parties ».


La première phrase prévoit le rôle de contrôle de la Banque centrale concernant la gestion des liquidités par les opérateurs de marché, principalement par les établissements de crédit. Cette surveillance porte sur la situation globale de liquidité ainsi que sur la situation individuelle de liquidité de chaque opérateur. Ce rôle de surveillance des liquidités s'impose en raison de la fonction de fourniture de liquidités en temps normal et en temps de crise que remplit la Banque centrale en vertu respectivement de l'article 22⁹ de sa loi organique et en vertu du nouvel article 27-2 sur la fourniture de liquidités d'urgence commenté ci-après.

D'un point de vue stabilité financière, la réglementation des liquidités est particulièrement importante pour la Banque centrale, alors qu'elle peut, ensemble avec les exigences de solvabilité et les interventions du prêteur en dernier ressort, empêcher un enchaînement de défaillances sur les marchés et partant limiter le risque systémique.

7 Avis de la BCE du 15 avril 2008 sollicité par le ministre luxembourgeois du Trésor et du Budget sur un projet de loi portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg et sur un projet de loi en matière d'assurances sociales, (CON/2008/17), point 4.3.

8 Idem point 4.5.

9 Article relatif aux opérations de politique monétaire.



Le nouveau paragraphe permet d'une part de mettre en œuvre l'article 105 (5) du Traité instituant la Communauté européenne selon lequel « Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier » et d'autre part de transposer le „Memorandum of Understanding on cooperation between the financial supervisory authorities, central banks and finance ministries of the European Union on cross-border financial stability” qui revêt un intérêt particulier dans le cadre de la gestion des crises financières.

3.3 Le rôle du prêteur en dernier ressort

La loi du 24 octobre 2008 insère un nouvel article 27-2 dans la loi organique de la BCL selon lequel, « La Banque centrale peut, en cas de circonstances exceptionnelles, octroyer des prêts à court terme à ses contreparties, dans le respect de son indépendance et des dispositions prohibant le financement monétaire. Elle consent ces prêts sur la base d'une sûreté appropriée ; celle-ci peut comporter une garantie de l'Etat dans les conditions convenues préalablement entre l'Etat et la Banque centrale. Le privilège de la Banque centrale établi à l'article 27-1(1) est applicable à ces prêts ».

La fonction du prêteur en dernier ressort consiste à pouvoir fournir de manière exceptionnelle des liquidités principalement à des établissements de crédit qui rencontrent des problèmes de liquidités temporaires, contre les garanties adéquates et compte tenu du risque systémique. Cette mission est limitée à la fourniture de liquidités à une banque solvable qui doit faire face à une impasse temporaire de liquidité.

Jusqu'ici cette mission de la BCL était fondée sur l'article 22 de sa loi organique et qui prévoit que « Afin d'atteindre son objectif et d'accomplir ses missions, la Banque centrale peut: effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts ». L'utilisation de cet article à cette fin est toutefois incertaine puisque l'article 22 vise les opérations de politique monétaire prévue par le Traité et les Statuts du SEBC alors que, la mission de prêteur en dernier ressort est considérée comme étant une mission purement nationale.

Il était donc urgent, surtout dans le contexte de crise actuelle, de modifier la loi organique de la BCL sur ce point en lui conférant une mission formelle qui lui permettrait d'exercer une compétence qui, depuis le 19^e siècle, fait partie des missions de base des banques centrales dans le domaine de la stabilité financière.

Dans son avis du 10 septembre 2008, la BCE accueille favorablement l'adoption d'une disposition qui devra permettre à la BCL de fournir des liquidités d'urgence : « ... la BCE est fortement favorable au projet de loi, qui offre un fondement juridique à une éventuelle fourniture de liquidités d'urgence par la BCL sous la forme de prêts à court terme octroyés à ses contreparties, tout en prévoyant des mesures juridiques appropriées permettant de sauvegarder l'indépendance de la banque centrale et de respecter l'interdiction du financement monétaire prévue à l'article 101 du Traité... ». La prohibition prévue par l'article 101 du Traité s'applique lorsque la Banque centrale supporte une institution financière insolvable alors que cette compétence devrait appartenir à l'Etat et être soumise aux règles communautaires en matière d'aides d'Etat.

4 Conclusion

La loi du 24 octobre 2008 marque un tournant décisif dans l'histoire de la BCL dans la mesure où elle porte, à travers les nouvelles missions conférées à la Banque centrale, reconnaissance de son rôle fondamental en matière de stabilité financière.

La nouvelle loi tient ainsi compte des dispositions du Traité instituant la Communauté européenne et des Statuts du SEBC qui exigent que les banques centrales soient impliquées dans le maintien de la stabilité financière. Elle tient également compte de l'interprétation que la BCE a faite de ces dispositions.

L'octroi d'un pouvoir réglementaire ainsi que les dispositions relatives au renforcement de la situation financière de la Banque centrale, marquent la volonté du législateur de conférer à la BCL les moyens tant juridiques que financiers nécessaires à l'accomplissement de son nouveau rôle.

Ce n'est qu'à travers un cadre juridique clairement formulé et assorti des pouvoirs nécessaires, que la Banque centrale pourra efficacement contribuer, ensemble avec les autres autorités compétentes, au maintien de la stabilité du système financier.

D'autres modifications législatives devraient permettre prochainement de rénover davantage la loi organique de la Banque centrale ; il en va ainsi de l'avant projet de loi visant à transposer la directive sur les services de paiement et, à reconnaître et organiser la mission de surveillance des systèmes de paiement et de règlements des opérations sur titres qui incombent à la Banque centrale. Il s'agit aussi de revoir certaines dispositions en matière statistique et d'organiser la coopération avec le STATEC pour la compilation des comptes financiers nationaux. D'autres modifications sont en cours de préparation et pourraient aboutir à de nouveaux textes législatifs dans le courant de l'année 2009.

CÉLÉBRATION DES DIX ANS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

12/11/2008

La Banque centrale du Luxembourg (BCL) a célébré son dixième anniversaire les 11 et 12 novembre 2008 à Luxembourg. Une série de conférences ont été organisées conjointement par la BCL et la SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) les 11 et 12 novembre.



M. Yves Mersch, Président de la BCL et Mme Catherine Lubochinsky, Présidente de la SUERF

Les conférences se sont tenues à l'Abbaye de Neumünster sur le thème de la productivité dans le secteur des services financiers. Les présentations et discussions ont notamment porté sur l'analyse des déterminants, des mesures et des moyens d'améliorer la productivité bancaire et financière. Les orateurs sont des spécialistes internationaux en provenance du monde académique, du monde financier et de banques centrales.

Ensuite, M. Jean-Claude Juncker, Premier Ministre, M. Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne (BCE) et M. Yves Mersch, Président de la BCL, ont participé à la célébration officielle, le 12 novembre au soir. Elle comportait aussi, au titre de la traditionnelle Pierre Werner Lecture, une discussion en panel sur le thème « Croissance et productivité du secteur financier : les défis pour la politique monétaire ». M. Jürgen Stark, membre du Directoire de la BCE, M. Akinari Hori, Gouverneur adjoint de la Banque du Japon et M. Donald L. Kohn, Vice-président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des Etats-Unis d'Amérique y ont participé.



M. Jean-Claude Juncker, Premier Ministre, M. Yves Mersch, Président de la BCL et M. Jean-Claude Trichet, Président de la BCE



M. Donald L. Kohn, Vice-président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis d'Amérique, M. Akinari Horii, Gouverneur adjoint de la Banque du Japon, M. Serge Kolb, Directeur BCL, M. Jürgen Stark, membre du Directoire de la BCE.



M. Yves Mersch entouré de membres du Conseil de la BCL



2 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

RÈGLEMENT BCL 2008/1

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro

3 LISTE DES CIRCULAIRES DE LA BCL

- **Circulaire BCL 98/151 du 24 septembre 1998** : Aspects comptables du basculement vers l'euro
- **Circulaire BCL 98/152 du 6 novembre 1998** : Introduction d'un système de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/155 du 9 décembre 1998** : Rappel des obligations en matière de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/156 du 21 décembre 1998** : Décomposition des corrections de valeur constituées par les établissements de crédit au 31.12.1998
- **Circulaire BCL 99/157 du 17 décembre 1999** : Révision du pourcentage de déduction uniforme de la base de réserve
- **Circulaire BCL 2000/158 du 25 février 2000** : Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié»
- **Circulaire BCL 2000/159 du 11 août 2000** : Application de quotités de valorisation de titres applicables aux titres éligibles « Éligibilité 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 Études Économiques
- **Circulaire BCL 2001/166 du 5 juillet 2001** : Instructions concernant les modifications de la collecte de données relative à la balance des paiements
- **Circulaire BCL 2001/167 du 19 novembre 2001** : Dates de remise des rapports statistiques mensuels à la BCL
- **Circulaire BCL 2001/168 du 5 décembre 2001** : Politique et procédures en matière de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg
- **Circulaire BCL 2002/169 du 30 mai 2002** : Enquêtes sur l'investissement direct étranger
- **Circulaire BCL 2002/170 du 5 juin 2002** : à tous les établissements de crédit - Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 2.5 «Bilan statistique trimestriel» et abolition des tableaux statistiques S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié» et S 2.6 «Détail des créances sur la clientèle»
- **Circulaire BCL 2002/171 du 5 juin 2002** : à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois - Modification des tableaux statistiques S 1.3 «Bilan statistique mensuel des OPC», S 2.10 «Ventilation par pays», S 2.11 «Ventilation par devises»




et S 2.12 «Détail sur les titres détenus par les OPC»

- **Circulaire BCL 2002/172 du 28 juin 2002 :** Protection des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres contre le crime et le terrorisme - aux opérateurs et agents techniques de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres
- **Circulaire BCL 2002/173 du 3 juillet 2002 :** Modification des Conditions générales de la BCL - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/174 du 17 juillet 2002 :** Modification de la collecte statistique relative aux taux d'intérêt - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/175 du 17 juillet 2002 :** Nouvelle collecte de données statistiques en vue de l'Union économique et monétaire - à tous les établissements de crédit - Modification du tableau statistique S 1. 4 «Ajustements liés aux effets de valorisation»
- **Circulaire BCL 2002/176 du 20 décembre 2002 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/177 du 20 décembre 2002 :** Liste de codes-pays pour les déclarations statistiques du répertoire de la balance des paiements et du rapport statistique trimestriel S 2.5 - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/178 du 20 décembre 2002 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg - à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire BCL 2003/179 du 8 mai 2003 :** Obligations de retrait et de transmission de signes monétaires en euros faux ou présumés tels - à tous les établissements de crédit, aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications et aux établissements participants à la manipulation et à la délivrance au public de signes monétaires
- **Circulaire 2003/180 du 11 juin 2003 :** Enquêtes sur l'investissement direct étranger - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2003/181 du 17 novembre 2003 :** Modification du système de réserves obligatoires - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2003/182 du 19 décembre 2003 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2003/183 du 19 décembre 2003 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg - à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire BCL 2004/184 du 5 mars 2004 :** Modification des conditions générales de la BCL - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2004/185 du 10 mai 2004 :** Enquêtes sur l'investissement direct étranger - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2004/186 du 5 novembre 2004 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg
- **Circulaire BCL 2004/187 du 5 novembre 2004 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de

constitution des réserves obligatoires en 2005

- **Circulaire BCL 2005/188 du 13 mai 2005 :** Modification des conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2005/189 du 13 mai 2005 :** Enquêtes sur l'investissement direct étranger - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)
- **Circulaire 2005/190 du 11 juillet 2005 :** Collecte des données balance des paiements : Fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts. Traitement particulier en matière de balance des paiements - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)
- **Circulaire 2005/191 du 19 octobre 2005 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire 2005/192 du 19 octobre 2005 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2006 – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/193 du 21 mars 2006 :** Modification des Conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/194 du 18 avril 2006 :** Modification des Conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/195 du 2 mai 2006 :** Enquêtes sur l'investissement direct étranger – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/196 du 14 juillet 2006 :** Collecte Balance des paiements – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2006/197 du 7 août 2006 :** Adoption par la Slovénie de la monnaie unique, l'euro, à partir du 1^{er} janvier 2007 : Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/198 du 7 août 2006 :** Adoption de l'euro par la Slovénie – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/199 du 7 août 2006 :** Adoption de l'euro par la Slovénie – à tous les OPC monétaires
- **Circulaire 2006/200 du 25 octobre 2006 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2007 – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/201 du 25 octobre 2006 :** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg en 2007 - à tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois
- **Circulaire 2006/202 du 19 décembre 2006 :** Collecte Balance des paiements - Date de mise en place du module de collecte



pour les investissements de portefeuille -
Modification de la circulaire BCL 2006/196 -
à tous les établissements de crédit et aux
services financiers de l'entreprise des
Postes et Télécommunications

- **Circulaire 2007/203 du 2 mai 2007 :**
Enquêtes sur l'investissement direct étranger - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2007/204 du 20 août 2007 :**
Adoption de l'euro par Chypre et Malte - à tous les OPC monétaires
- **Circulaire 2007/205 du 20 août 2007 :**
Adoption de l'euro par Chypre et Malte - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/206 du 20 août 2007 :**
Adoption par Chypre et Malte de la monnaie unique, l'euro, à partir du 1^{er} janvier 2008 : Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2007/207 du 1^{er} octobre 2007 :**
Modification des conditions générales de la BCL - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2007/208 du 8 octobre 2007 :**
Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2008 - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/209 du 8 octobre 2007 :**
Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg en 2008 - à tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois
- **Circulaire 2007/210 du 16 octobre 2007 :**
Collecte Balance des paiements - Modification des instructions - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2007/211 du 15 octobre 2007 :**
Nouvelle collecte statistique auprès des OPC non monétaires - Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires - à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire 2007/212 du 7 novembre 2007 :**
Mise à jour des instructions pour la collecte statistique de la BCL - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/213 du 7 novembre 2007 :**
Collecte balance des paiements - Nouveau module de collecte titre par titre pour les investissements de portefeuille - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/214 du 16 novembre 2007 :**
Modification des conditions générales de la BCL - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2007/215 du 14 décembre 2007 :**
Modification des conditions générales de la BCL - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2007/216 du 28 décembre 2007 :**
Transmission des données statistiques par voie de télécommunication - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2008/217 du 21 avril 2008 :**
Enquêtes sur l'investissement direct étranger - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)

- **Circulaire 2008/218 du 5 septembre 2008 :** Adoption de l'euro par la Slovaquie - à tous les organismes de placement collectif
- **Circulaire 2008/219 du 5 septembre 2008 :** Adoption de l'euro par la Slovaquie - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2008/220 du 5 septembre 2008 :** Adoption de l'euro par la Slovaquie - Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2008/221 du 8 octobre 2008 :** Sursis de paiement - Landsbanki Luxembourg S.A. et Glitnir Bank Luxembourg S.A. - à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2008/222 du 9 octobre 2008 :** Sursis de paiement - Kaupthing Bank Luxembourg S.A. - à tous les établissements de crédit

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

Bulletin de la BCL

- Bulletin BCL 1999/1, novembre 1999
- Bulletin BCL 1999/2, janvier 2000
- Bulletin BCL 2000/1, juin 2000
- Bulletin BCL 2000/2, septembre 2000
- Bulletin BCL 2000/3, décembre 2000
- Bulletin BCL 2001/1, juin 2001
- Bulletin BCL 2001/2, septembre 2001
- Bulletin BCL 2001/3, décembre 2001
- Bulletin BCL 2002/1, juin 2002
- Bulletin BCL 2002/2 Spécial: stabilité financière, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/3, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/4, décembre 2002
- Bulletin BCL 2003/1, juin 2003
- Bulletin BCL 2003/2, septembre 2003
- Bulletin BCL 2003/3, décembre 2003
- Bulletin BCL 2004/1 Spécial: stabilité financière, avril 2004
- Bulletin BCL 2004/2, juin 2004
- Bulletin BCL 2004/3, septembre 2004
- Bulletin BCL 2004/4, décembre 2004
- Bulletin BCL 2005/1, Spécial: stabilité financière, avril 2005
- Bulletin BCL 2005/2, septembre 2005
- Revue de stabilité financière, avril 2006
- Bulletin BCL 2006/1, septembre 2006
- Bulletin BCL 2006/2, décembre 2006
- Revue de stabilité financière, avril 2007
- Bulletin BCL 2007/1, septembre 2007
- Bulletin BCL 2007/2, décembre 2007
- Revue de stabilité financière, avril 2008
- Bulletin BCL 2008/1, septembre 2008


Rapport Annuel de la BCL

- Rapport Annuel 1998, avril 1999
- Rapport Annuel 1999, avril 2000
- Rapport Annuel 2000, avril 2001
- Annual Report 2000 – Summary, July 2001
- Rapport Annuel 2001, avril 2002
- Annual Report 2001 – Summary, June 2002
- Rapport Annuel 2002, avril 2003
- Annual Report 2002, June 2003
- Rapport Annuel 2003, avril 2004
- Annual Report 2003, May 2004
- Rapport Annuel 2004, juin 2005
- Annual Report 2004, July 2005
- Rapport Annuel 2005, juin 2006
- Annual Report 2005, August 2006


- Rapport Annuel 2006, juin 2007
- Annual Report 2006, August 2007
- Rapport annuel 2007, juin 2008
- Annual Report 2007, August 2008

Cahier d'études de la Banque centrale du Luxembourg

- Working Paper N°1, April 2001
An assessment of the national labour market – On employment, unemployment and their link to the price level in Luxembourg, by Erik Walch
- Working Paper N°2, November 2001
Stock market valuation of old and new economy firms, by Patrick Lünemann
- Cahier d'études N°3, Mars 2002
Economies d'échelle, économies de diversification et efficacité productive des banques luxembourgeoises: une analyse comparative des frontières stochastiques sur données en panel, par Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N°4, June 2002
Potential output and the output gap in Luxembourg some alternative methods, by Paolo Guarda
- Working Paper N°5, October 2002
Monetary Transmission: Empirical Evidence from Luxembourg Firm-Level Data, by Patrick Lünemann and Thomas Mathä
- Working Paper N°6, January 2003
The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective: the case of Luxembourg, by Muriel Bouchet
- Working Paper N°7, February 2003
The analysis of risk and risk mitigation techniques in payment and securities settlement systems and the impact on central bank's oversight, by Simona Amati
- Working Paper N°8, April 2003
What to expect of the euro? Analysing price differences of individual products in Luxembourg and its surrounding regions, by Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N°9, Octobre 2003
Règle de Taylor: estimation et interprétation pour la zone euro et pour le Luxembourg, par Patrick Lünemann et Abdelaziz Rouabah
- Cahier d'études N°10, Novembre 2003
Nouveaux instruments de paiement: une analyse du point de vue de la Banque centrale, par Li-Chun Yuan
- Cahier d'études N°11, June 2004
The New Keynesian Phillips curve: empirical results for Luxembourg, by Leva Rubene and Paolo Guarda

- 
- Working Paper N°12, November 2004
Inflation Persistence in Luxembourg: a comparison with EU 15 countries at the disaggregate level
 - Cahier d'études N°13, février 2005
Les déterminants du solde de la balance des transactions courantes au Luxembourg, par Abdelaziz Rouabah
 - Working Paper N°14, April 2005
Nominal rigidities and inflation persistence in Luxembourg: a comparison with EU 15 member countries with particular focus on services and regulated prices, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
 - Working Paper N°15, June 2005
Estimating the natural interest rate for the euro area and Luxembourg, by Ladislav 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
 - Cahier d'études N°18, janvier 2006
L'identité de Fischer et l'interaction entre l'inflation et la rentabilité des actions: l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers, by Abdelaziz Rouabah
 - Working Paper N°19, May 2006
New survey evidence on the pricing behavior of Luxembourg firms, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
 - Cahier d'études N°20, mai 2006
Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg?, by Christophe Blot
 - Cahier d'études N°21, mai 2006
La sensibilité de l'activité bancaire aux chocs macro-économiques: une analyse en panel sur des données de banques luxembourgeoises, by Abdelaziz Rouabah
 - Working Paper N°22, June 2006
Are Internet prices sticky?, by Patrick Lünemann and Ladislav Wintr
 - Working Paper N°23, July 2006
The transition from payg to funding: Application to the Luxembourg privat sector pension system, by Muriel Bouchet
 - Cahier d'études N°24, avril 2007
Mesure de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois, par Abdelaziz Rouabah

- Cahier d'études N°25, avril 2007
Co-variation des taux de croissance sectoriels au Luxembourg: l'apport des corrélations conditionnelles dynamiques, par Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N°26, May 2007
Commuters, residents and job competition in Luxembourg,
by Olivier Pierrard
- Working Paper N°27, June 2007
Banking output and price indicators from quarterly reporting data,
by Abdelaziz Rouabah and Paolo Guarda
- Working Paper N°28, November 2007
An analysis of regional commuting flows in the European Union,
by Jordan Marvakov and Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N°29, février 2008
Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises: une étude sur base agrégée et individuelle,
par Yann Wicky
- Working Paper N°30, March 2008
Eurosystem Communication and Financial Market Expectations,
by Patrick Luennemann and Dirk Mevis
- Working Paper N°31, March 2008
A Monthly Indicator of Economic Activity for Luxembourg,
by Muriel Nguiffo-Boyom
- Working Paper N°32, March 2008
Search in the Product Market and the Real Business Cycle,
by Thomas Y. Mathä and Olivier Pierrard
- Working Paper N° 33, July 2008
Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation, by Gergory de Walque, Olivier Pierrard, Henri Sneessens and Raf Wouters
- Working Paper N° 34, September 2008
Regional Mc Parity: do common pricing points reduce deviations from the law of one price? by Thomas Y. Mathä
- Working Paper N° 35, October 2008
Financial (in)stability, supervision and liquidity injections: a dynamic general equilibrium approach,
by Gregory de Walque, Olivier Pierrard, Abdelaziz Rouabah



Brochures de la Banque centrale du Luxembourg

- «The Banque centrale du Luxembourg in the European System of Central Banks», by Michael Palmer, May 2001
- «In Memoriam Pierre Werner, 1913 – 2002. Un hommage», by Michael Palmer, August 2002
- Brochure de présentation «Banque centrale du Luxembourg» (en français, en anglais et en allemand), juin 2003
- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2005
- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2006
- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2007
- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2008
- «Chronique de l'immeuble Monterey», de René Link, janvier 2007
- «Exposition Monnaies grecques – Monnaies celtes», janvier 2007
- 1998-2008 - Émergence d'une banque centrale au Luxembourg (brochure publiée à l'occasion du 10^e anniversaire de la BCL), juin 2008

MATÉRIEL D'INFORMATION DE LA BCL SUR L'EURO

CONDITIONS GÉNÉRALES DES OPÉRATIONS DE LA BCL

5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site www.ecb.int

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 2005
- Rapport Annuel 2005 / Annual Report 2005, April 2006
- Rapport Annuel 2006 / Annual Report 2006, April 2007
- Rapport Annuel 2007 / Annual Report 2007, April 2008

Les Rapports annuels de la BCE (disponible 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 2008 / Articles published from 2008 onwards:

- «Productivity developments and monetary policy», January 2008.
- «Globalisation, trade and the euro area macroeconomy», January 2008.
- «The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves», January 2008.
- «The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective», February 2008.
- «Securitisation in the euro area», February 2008.
- «The new euro area yield curves», February 2008.
- «Business investment in the euro area and the role of firms' financial positions», April 2008.
- «Short-term forecasts of economic activity in the euro area», April 2008.
- «Developments in the EU arrangements for financial stability», April 2008.
- «Price stability and growth», May 2008.
- «The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility», May 2008.
- «One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU», July 2008.
- «Euro area trade in services: some key stylised facts», July 2008.
- «The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions», July 2008.
- «The external dimension of monetary analysis», August 2008.

- «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems» by the International Relations Committee expert group on financial stability challenges in candidate countries, September 2008.
- «The monetary presentation of the euro area balance of payments» by L. Bê Duc, F. Mayerlen and P. Sola, September 2008.
- «Globalisation and the competitiveness of the euro area» by F. di Mauro and K. Forster, September 2008.
- «Will oil prices decline over the long run?» by R. Kaufmann, P. Karadeloglou and F. di Mauro, October 2008.

ÉTUDES / WORKING PAPER SERIES

La liste exhaustive des articles est disponible sur le site de la BCE, www.ecb.int.

A complete list of articles published is available on the ECB website, www.ecb.int.

BROCHURES D'INFORMATION / INFORMATION BROCHURES

- «The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», May 2006.
- «TARGET2-Securities brochure», September 2006.
- «The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», November 2006.
- «The European Central Bank – History, role and functions», 2007
- «How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», 2007
- «The European Central Bank – History, role and functions», 2007
- «How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», 2007
- «A single currency: an integrated market infrastructure», September 2007.
- «The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2nd edition, May 2008.
- «Price Stability – why is it important for you?», June 2008.
- «The European Central Bank – History, role and functions», 2007
- «How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», 2007
- «A single currency: an integrated market infrastructure», September 2007.
- «The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2nd edition, May 2008.
- «Price Stability – why is it important for you?», June 2008.
- «A single currency – an integrated market infrastructure», September 2008.

COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB
 Postfach 160319
 D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	ECB	European Central Bank
AFN	Avoirs financiers nets	ECG	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	EIB	European Investment Bank
BCE	Banque centrale européenne	EMI	European Monetary Institute (1994-1998)
BCL	Banque centrale du Luxembourg	EMS	European Monetary System
BCN	banque(s) centrale(s) nationale(s)	EMU	Economic and Monetary Union
BEI	Banque européenne d'investissement	ESCB	European System of Central Banks
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	EU	European Union
BIS	Bank for International Settlements	EUR	euro
BNB	Banque Nationale de Belgique	EUROSTAT	Office statistique des Communautés européennes
BRI	Banque des règlements internationaux	FBCF	Formation brute de capital fixe
CAIL	Commission chargée d'étudier l'amélioration de l'infrastructure législative de la place financière de Luxembourg	FCP	Fonds commun de placement
CCBM	Correspondent central banking model	FDC	Fleur de coin
CEC	Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge	FMI	Fonds monétaire international
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg	GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
CPI	Consumer Price Index	GDP	Gross domestic product
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier	HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
DTS	Droits de tirage spéciaux	IADB	Inter American Development Bank
		IBLC	Institut belgo-luxembourgeois du change
		IFM	Institution financière monétaire
		IGF	Inspection générale des finances

IME	Institut monétaire européen (1994-1998)	PSC	Pacte de stabilité et de croissance
IMF	International Monetary Fund	PSF	Autres professionnels du secteur financier
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)	RTGS system	Real-Time Gross Settlement system
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions	Système RBTR	Système de règlement brut en temps réel
IPC	Indice des prix à la consommation	RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé	SDR	Special Drawing Rights
LIPS-Gross	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System	SEBC	Système européen de banques centrales
LIPS-Net	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System	SEC	Système européen de comptes
MBCC	Modèle de banque centrale correspondante	SICAF	Société d'investissement à capital fixe
MFI	Monetary Financial Institution	SICAV	Société d'investissement à capital variable
NCB	National central bank	SME	Système monétaire européen
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques	SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development	SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs	Target system	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
OLS	Ordinary least squares	Système Target	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
OPC	Organisme de placement collectif	TCE	Traité instituant la Communauté européenne
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole		
PIB	Produit intérieur brut		

UCI	Undertaking for Collective Investments	UE15	États membres de l'Union européenne avant le 1 ^{er} mai 2004
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities	UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UCM	Union des caisses de maladie	UEM	Union économique et monétaire
UE	Union européenne	USD	Dollar des États-Unis d'Amérique
		VNI	Valeur nette d'inventaire



2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Téléphone: +352 4774-1
Télécopie: +352 4774-4910
www.bcl.lu • sg@bcl.lu