

E

Etude

D

Etude

U

Etude

T

E



---

## LES EXPLICATIONS MÉTHODOLOGIQUES SUR LE CORPS STATISTIQUE DU BULLETIN PÉRIODIQUE DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

---

Introduction	33
<b>1. LES STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE</b>	<b>35</b>
1.1. La situation financière consolidée de l'Eurosystème	35
1.1.1. La structure	35
1.1.2. Les principes comptables	35
1.1.3. Le contenu de la situation financière consolidée	35
1.2. La situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	38
1.3. Les taux d'intérêt des facilités permanentes de la Banque centrale européenne	38
1.4. Les opérations de la politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	38
1.5. Les statistiques de réserves obligatoires de la zone euro	40
1.5.1. L'assiette de réserves	40
1.5.2. La constitution de réserves	41
1.6. Les statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg	41
1.7. La position de liquidité du système bancaire	41
<b>2. LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG</b>	<b>42</b>
2.1. Le bilan agrégé des IFM de la zone euro (hors Eurosystème)	42
2.1.1. La description des principaux instruments du bilan agrégé des IFM de la zone euro	43
2.2. Le bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)	43
2.3. Les agrégats monétaires	44
2.4. Les prêts accordés par les IFM luxembourgeoises aux ménages et sociétés non financières	45
2.5. Les taux d'intérêt du marché monétaire	45
2.6. Les rendements d'obligations étatiques	45
2.7. Les indices boursiers	45
2.8. Les taux de change	46
<b>3. LES DONNÉES GÉNÉRALES SUR LE SYSTÈME FINANCIER AU LUXEMBOURG</b>	<b>46</b>

<b>4. LA SITUATION DES ÉTABLISSEMENTS DU LUXEMBOURG SUR LES EURO-MARCHÉS</b>	<b>46</b>
<b>5. LES DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG</b>	<b>47</b>
5.1. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)	47
5.1.1. Les origines de l'IPCH	47
5.1.2. La comparaison internationale	48
5.1.3. Le rôle de l'IPCUM dans la conduite de la politique monétaire	48
5.1.4. Les sous-composants de l'IPCH	48
5.1.5. La disponibilité des données	49
5.2. Les prix des biens industriels et des matières premières	49
5.2.1. Les prix à la production	50
5.2.2. Les prix des matières premières	50
5.3. Les indicateurs de coûts et termes de l'échange	50
5.3.1. Les coûts salariaux dans l'industrie	50
5.3.2. Les prix liés au commerce extérieur	50
5.3.3. La disponibilité	51
5.4. Les développements futurs	51
<b>6. LES INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE</b>	<b>52</b>
6.1. Les comptes nationaux	52
6.1.1. Le produit intérieur brut aux prix du marché	52
6.1.2. Les autres indicateurs de l'économie réelle	52
6.2. Les indicateurs du marché de l'emploi	52
6.3. Les enquêtes d'opinion	53
6.3.1. L'indicateur de confiance dans le secteur industriel	53
6.3.2. L'indicateur de confiance dans le secteur de la construction	53
<b>7. LES FINANCES PUBLIQUES</b>	<b>54</b>
<b>8. LA BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG ET AVOIRS DE RÉSERVE DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG</b>	<b>55</b>

## INTRODUCTION

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, l'Eurosystème, qui se compose de la Banque centrale européenne et des onze banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'euro au 1<sup>er</sup> janvier 1999, assume la responsabilité de la politique monétaire unique au niveau de la zone euro.

La définition, ainsi que la mise en œuvre de la politique monétaire unique reposent sur une connaissance approfondie des développements économiques et monétaires dans les États membres de l'Union monétaire, les travaux statistiques menés par la Banque centrale européenne (BCE), au cours de l'année 1998, ont essentiellement été orientés vers l'établissement de statistiques comparables couvrant l'ensemble de la zone euro<sup>1</sup>.

Ces développements au niveau de la zone euro ont également engendré plusieurs adaptations au niveau des données statistiques recueillies par la Banque centrale du Luxembourg. Ainsi, par exemple, la Banque centrale du Luxembourg a adapté ses statistiques mensuelles et trimestrielles afin de satisfaire aux exigences nouvelles de la Banque centrale européenne en matière de statistiques bancaires et monétaires.

L'entrée dans la troisième phase de l'Union économique et monétaire ainsi que les révisions précitées dans le domaine de la collecte statistique ont donné lieu à des développements considérables tant au niveau de la présentation que du contenu des statistiques publiées dans le bulletin périodique de la Banque centrale du Luxembourg.

La politique monétaire étant désormais exercée par la Banque centrale européenne pour toute la zone euro, il s'est avéré nécessaire d'introduire deux nouvelles rubriques intitulées «Statistiques de politique monétaire» et «Évolutions monétaires et financières de la zone euro», afin de refléter les

développements qui ont lieu au niveau de la zone euro. Des informations supplémentaires sur le Luxembourg sont également fournies.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, la Banque centrale du Luxembourg utilise l'euro à titre d'unité monétaire. Le bulletin périodique de la Banque centrale du Luxembourg reflétera également ce changement au niveau de son corps statistique.

Dans les tableaux reprenant les chiffres pour 1999 et pour les années antérieures, les données historiques en francs luxembourgeois ont été converties en euros au taux de conversion de 1 euro pour 40,3399 francs luxembourgeois. Cette méthode de conversion des données historiques a été choisie pour la simplicité de sa mise en œuvre et sa compréhension.

Les tableaux statistiques reprenant uniquement des données avant le 31 décembre 1998 ont été exprimés en francs luxembourgeois.

Le corps statistique du bulletin de la Banque centrale du Luxembourg comprend huit grands blocs de séries statistiques, à savoir:

- les statistiques de politique monétaire;
- les évolutions monétaires et financières de la zone euro;
- les données générales sur le système bancaire au Luxembourg;
- la situation des établissements de crédit luxembourgeois sur les euro-marchés;
- les développements des prix et des coûts au Luxembourg;
- les indicateurs de l'économie réelle;
- les finances publiques;
- la balance des paiements courants du Luxembourg et la position de réserve de la Banque centrale du Luxembourg.

---

<sup>1</sup> Règlement (CE) N° 2533/98 du Conseil du 23 novembre 1998 concernant la collecte d'informations statistiques par la Banque centrale européenne.

Regulation of the European Central Bank of 1 December 1998 concerning the consolidated balance sheet of the monetary financial institutions sector (ECB/1998/16).

Loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg.



## 1. LES STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Afin de refléter au mieux les développements intervenus dans le domaine de la politique monétaire, ce nouveau bloc de statistiques fournit des informations sur la situation financière de l'Eurosystème, ainsi que sur les différents instruments retenus par la Banque centrale européenne en vue de l'exercice de la politique monétaire unique.

### 1.1. LA SITUATION FINANCIÈRE CONSOLIDÉE DE L'EUROSYSTÈME

Conformément à l'article 15.2 des statuts du Système européen de banques centrales (SEBC), une situation financière consolidée de l'Eurosystème doit être publiée sur base hebdomadaire.

Suivant une décision du conseil des gouverneurs, la situation financière consolidée de l'Eurosystème est établie chaque vendredi et publiée le mardi de la semaine suivant son établissement.

#### 1.1.1. La structure

L'objectif de la situation financière consolidée, contenant les actifs et les passifs de l'Eurosystème vis-à-vis des tiers, est de fournir des informations sur les opérations de politique monétaire et les réserves de change.

En ce qui concerne la structure de la situation financière consolidée, une distinction est faite entre les actifs et les passifs à l'égard de résidents de la zone euro et de non-résidents de la zone euro. De plus, les positions libellées en euros et en monnaies étrangères sont également identifiées spécifiquement.

Au sein de la zone euro, les contreparties de l'Eurosystème sont subdivisées en trois secteurs: les contreparties du secteur financier, les administrations publiques et les autres résidents de la zone euro. On notera une subdivision détaillée pour les opérations effectuées avec les contreparties du secteur financier.

#### 1.1.2. Les principes comptables

Conformément aux règles d'évaluation harmonisées de l'Eurosystème, l'or, les réserves de change ainsi que les titres et les instruments financiers sont évalués au prix du marché à chaque fin de trimestre. Les effets nets de la réévaluation sont identifiés séparément dans la situation financière de la première semaine suivant la fin du trimestre. Alors que les plus-values non-réalisées résultant de la réévaluation trimestrielle ne sont pas comptabilisées au compte de profits et pertes mais dans un compte de réévaluation, les moins-values sont portées au compte de profits et pertes.

#### 1.1.3. Le contenu de la situation financière consolidée

##### Actif

Le poste «Avoirs et créances en or» comprend l'or physique et non-physique sous forme d'or en compte.

Les «Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro» représentent la majeure partie des

##### Encadré 1: Zone euro

La zone euro regroupe les pays suivants:

**Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal**

En vue de l'élaboration des statistiques monétaires de la zone euro, le territoire français est défini comme suit:

**France, Monaco, Saint-Pierre-et-Miquelon, Mayotte et les départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique et Réunion).**

Ces dispositions particulières découlent des protocoles annexés au Traité de Maastricht, suivant lesquels les relations monétaires existantes sont maintenues inchangées.

réserves de change de l'Eurosystème. Ce poste comprend entre autres les droits de tirage sur la tranche de réserve (quota national moins les avoirs en euro mis à la disposition du FMI), droits de tirage spéciaux (DTS) et les autres créances tels que les accords généraux d'emprunt (AGE), les prêts dans le cadre d'accords spéciaux d'emprunt ou les dépôts dans le cadre de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR). Font également partie de ce poste les actifs en devises auprès de non-résidents de la zone euro autres que l'or et autres que les droits de tirage spéciaux, à savoir notamment des investissements en titres à court, moyen et long terme, en titres de créances négociables et sous forme de dépôts à vue.

Les «Créances en devises sur des résidents de la zone euro» incluent les actifs en monnaies étrangères détenus auprès de résidents de la zone euro, tels que les investissements en titres à court, moyen et long terme, en titres de créances négociables et sous forme de dépôts.

La rubrique «Créances en euro sur des non-résidents de la zone euro» comprend les comptes courants, les dépôts à terme, les placements au jour le jour, les titres et les prêts. Cette rubrique contient également les créances résultant des interventions effectuées dans le cadre du nouveau Mécanisme de change européen (MCE II)<sup>2</sup>.

Les «Concours aux contreparties du secteur financier de la zone euro» sont divisés en sept rubriques qui reflètent les différents types d'instruments utilisés par l'Eurosystème pour fournir de la liquidité. Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme sont des opérations régulières de fourniture de liquidité conduites par l'Eurosystème sous forme d'opérations de cession temporaire. Les premières sont effectuées par voie d'appels d'offres hebdomadaires normaux et ont une échéance de deux

semaines. Les secondes sont exécutées par voie d'appels d'offres mensuels normaux et ont une échéance de trois mois. Les cessions temporaires de réglage fin sont des opérations d'open market effectuées ponctuellement par l'Eurosystème en réponse à des variations imprévues de la liquidité bancaire. Les cessions temporaires à des fins structurelles sont des opérations d'open market de fourniture de liquidité exécutées par l'Eurosystème afin d'ajuster la position structurelle du secteur financier vis-à-vis de l'Eurosystème. La facilité de prêt marginal est une facilité permanente de l'Eurosystème que les contreparties peuvent utiliser pour obtenir des liquidités à 24 heures à un taux d'intérêt préétabli. Les créances relatives aux appels de marge versés peuvent résulter de l'accroissement de la valeur des actifs pris en garantie des concours accordés aux contreparties. Dans ce cas, les banques centrales peuvent être amenées à restituer aux contreparties les actifs (ou espèces) excédentaires. La sous-rubrique «Autres concours» comprend des comptes courants, des placements à court terme et d'autres actifs résultant de la transformation d'actifs précédemment libellés en devises de la zone euro. Toutes les autres créances nées d'opérations de politique monétaire engagées par les banques centrales nationales de la zone euro en phase II qui ne correspondent à aucune des créances décrites ci-dessus sont incluses dans cette rubrique.

La rubrique «Titres en euros émis par des résidents de la zone euro» comprend certaines catégories de titres négociables qui peuvent éventuellement être utilisés pour des opérations de politique monétaire.

La rubrique «Créances en euros sur des administrations publiques» recouvre les encours de créances non négociables sur les administrations publiques de la zone euro, constatés jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 1994, date à partir de laquelle les banques

<sup>2</sup> Conformément à la Résolution adoptée par le Conseil européen d'Amsterdam des 16 et 17 juin 1997, le Système monétaire européen/Mécanisme de change européen (SME/MCE) a été remplacé par un nouveau mécanisme de change (MCE II) au début de la phase III. Ce nouveau mécanisme lie à l'euro les monnaies des Etats membres n'appartenant pas à la zone euro. À l'heure actuelle seuls la couronne danoise et le drachme grec font partie du SME II.

centrales nationales de l'Union européenne n'ont plus la possibilité d'accorder des facilités de crédit aux administrations publiques ou d'effectuer des achats directs d'instruments de dette émis par ces administrations. Ces dettes devront être remboursées en temps voulu.

La rubrique «Autres actifs» est un poste générique qui comprend en particulier les valeurs en cours de recouvrement, les monnaies divisionnaires des États membres de la zone euro et les autres actifs financiers (par exemple les actions, les participations, les portefeuilles d'investissement des fonds propres, les fonds de pension, les fonds de compensation et les titres détenus à des fins statutaires). Ce poste contient aussi les immobilisations corporelles et incorporelles, les différences de réévaluation sur les instruments de hors-bilan ainsi que les intérêts courus et les charges à payer.

### **Passif**

Le montant qui figure dans la rubrique «Billets en circulation» correspond à la valeur de l'ensemble des billets émis par l'Eurosystème. Jusqu'en 2002, date à laquelle les billets en euros seront émis pour la première fois, cette rubrique fera apparaître uniquement les billets libellés dans les dénominations nationales de l'euro émises dans les pays membres de la zone euro.

Les engagements en euros envers les contreparties du secteur financier de la zone euro sont subdivisés en cinq sous-rubriques. La sous-rubrique «Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)» retrace les comptes en euros des contreparties du secteur financier qui ont accès aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, y compris les comptes utilisés pour constituer les réserves obligatoires conformément au dispositif de l'Eurosystème sur les réserves obligatoires. La facilité de dépôts est une facilité permanente de l'Eurosystème que les contreparties peuvent utiliser pour constituer des dépôts à 24 heures rémunérés à un taux prédéterminé. Les reprises de liquidités en blanc permettent à l'Eurosystème

d'effectuer des retraits de liquidité. Les cessions temporaires de réglage fin sont des opérations d'open market périodiques effectuées par l'Eurosystème essentiellement pour résorber les excédents imprévus de liquidités. Les engagements relatifs aux appels de marge reçus peuvent résulter de la baisse de la valeur des actifs pris en garantie des concours accordés aux contreparties. L'Eurosystème peut, dans ce cas, demander aux contreparties de fournir des actifs ou des espèces supplémentaires.

Les certificats de dettes émis sont des titres à intérêt précompté qui peuvent être émis de manière ad hoc pour retirer de la liquidité.

Les engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro comprennent les engagements envers les administrations publiques et autres engagements.

Les engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro comprennent les comptes courants et les dépôts détenus auprès de l'Eurosystème par des banques centrales, d'autres banques, des institutions internationales ou supranationales et d'autres déposants non-résidents. Dans cette rubrique sont compris les soldes des comptes Target ouverts aux banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne ne faisant pas partie de la zone euro.

Les engagements en devises envers des résidents de la zone euro figurent dans un compte distinct de la situation, sans aucune ventilation.

Les engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro comprennent les dépôts, comptes et autres engagements et les facilités de crédit contractées dans le cadre du MCE II.

La rubrique «Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI» montre le montant, net de charges, des droits de tirage spéciaux initialement alloués à chacun des pays.

La rubrique «Autres passifs» est un poste générique qui comprend les valeurs en cours de recouvrement, les différences de réévaluations des instruments

hors-bilan, les intérêts courus et les produits à recevoir. Ce poste inclut les provisions (pour pensions, pour risques de change et de prix et autres objets), le revenu (profits nets accumulés) et le bénéfice de l'année précédente (avant distribution).

Par souci de transparence, et en raison de leur importance, la rubrique «Comptes de réévaluation» fait apparaître les gains non réalisés relatifs aux variations de prix et de cours de change. Ce poste comprend également les gains non réalisés des banques centrales nationales de la zone euro consécutifs au passage des méthodes comptables nationales aux règles comptables harmonisées de l'Eurosystème.

La rubrique «Capital et réserves» représente le capital versé, les réserves légales et les autres réserves.

## **1.2. LA SITUATION FINANCIÈRE DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG**

Ce tableau, établi selon les mêmes principes que le tableau précédent, fournit des informations sur la situation financière de la Banque centrale du Luxembourg.

## **1.3. LES TAUX D'INTÉRÊT DES FACILITÉS PERMANENTES DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**

Les facilités permanentes font partie des instruments de la politique monétaire unique. Leurs desseins sont au nombre de trois: indiquer l'orientation générale de la politique monétaire, fournir ou retirer des liquidités au jour le jour et encadrer les taux du marché monétaire. Les contreparties peuvent ainsi obtenir des liquidités à 24 heures par le truchement de la facilité de prêt marginal,

contre garantie d'actifs éligibles, et effectuer des dépôts au jour le jour par le biais de la facilité de dépôt. Dans des conditions normales, il n'existe aucune restriction pour les contreparties quant à l'accès à ces facilités. En sus, la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux d'intérêt au jour le jour alors que la facilité de dépôt représente normalement un plancher pour ce même taux. Les taux appliqués aux facilités permanentes sont essentiels et sont ainsi publiés dans le tableau 1.3.

## **1.4. LES OPÉRATIONS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTEME EXÉCUTÉES PAR VOIE D'APPELS D'OFFRES**

Dans le cadre de la politique monétaire du SEBC, les opérations d'open market remplissent un rôle crucial. Outre l'indication de l'orientation de la politique monétaire, les opérations de politique monétaire en question ont pour finalité de gérer la liquidité bancaire et de piloter les taux d'intérêt. Les opérations d'open market sont classées en quatre catégories: les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme, les opérations de réglage fin ainsi que les opérations structurelles.

Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'open market les plus importantes. De fréquence hebdomadaire et d'échéance de deux semaines, elles constituent la principale voie de refinancement du secteur financier. Elles jouent un rôle clé dans les objectifs recherchés par les opérations d'open market.

Les opérations de refinancement à plus long terme ont pour objet d'apporter un complément de refinancement à plus long terme au secteur financier. De fréquence mensuelle et d'échéance de trois mois, elles n'ont, en principe, pas pour objet d'émettre des signaux aux marchés quant à l'orientation de la politique monétaire.

## Encadré 2: Secteurs économiques

La sectorisation économique distingue principalement trois grandes catégories.

### 1. SECTEUR CRÉATEUR DE MONNAIE

Le secteur créateur de monnaie se compose des institutions financières monétaires (IFM), comprenant les banques centrales, les établissements de crédit au sens de la définition communautaire ainsi que d'autres institutions financières monétaires résidentes, dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que des IFM et qui, pour leur compte propre (du moins en termes économiques) consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières.

Au Luxembourg, le secteur des IFM comprend par conséquent la Banque centrale du Luxembourg, les établissements de crédit figurant sur le tableau officiel des banques établies au Luxembourg conformément à la loi du 5 avril 1993, et les OPC monétaires figurant sur la liste officielle des IFM.

### 2. LE SECTEUR NEUTRE

Il s'agit des administrations publiques centrales.

### 3. SECTEUR DÉTENTEUR DE MONNAIE

Ce secteur regroupe les administrations publiques hormis l'administration publique centrale ainsi que le secteur privé non créateur de monnaie.

D'une part, il s'agit des administrations d'États fédérés, les administrations de la sécurité sociale et des administrations publiques locales.

D'autre part, il s'agit des autres intermédiaires financiers (OPC non monétaires, entreprises d'investissement, sociétés holding, etc.), des sociétés d'assurance et fonds de pension, des sociétés non-financières, des ménages ainsi que des institutions sans but lucratif au service des ménages.

Tableau 1 *Agents économiques (classification selon le Système européen des comptes SEC95)*

Tableau des principales catégories d'agents économiques				
Secteur créateur de monnaie	Secteur neutre	Secteur détenteur de monnaie		
Institutions financières monétaires (IFM)		Autres intermédiaires financiers	Secteur non-financier	
		Secteur privé		Administrations publiques hors administrations centrales
<ul style="list-style-type: none"><li>• BCE et BCN</li><li>• Établissements de crédit</li><li>• OPC monétaires</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Administrations publiques centrales</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• OPC non-monétaires</li><li>• Entreprises d'investissement</li><li>• Sociétés holding</li><li>• etc.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sociétés non-financières</li><li>• Sociétés d'assurance et fonds de pension</li><li>• Institutions sans but lucratif au service des ménages</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Administrations d'États fédérés</li><li>• Administrations publiques locales</li><li>• Administrations de la sécurité sociale</li></ul>

Aussi bien les opérations principales de refinancement que les opérations de refinancement à plus long terme ne sont utilisées que pour des opérations d'apport de liquidités. Les opérations de réglage fin peuvent être utilisées à des fins d'apport (opérations de cession temporaire, swaps de change et achats fermes) ou de retrait (swaps de change, reprises de liquidités en blanc, opérations de cession temporaire et ventes fermes) de liquidités. Les opérations structurelles peuvent également être exploitées afin d'apporter (opérations de cession temporaire, achats fermes) ou de retirer (émissions de certificats de dette et ventes fermes) des liquidités.

Les procédures d'exécution comportent trois techniques différentes: appels d'offres normaux, appels d'offres rapides ainsi que procédures bilatérales. L'affectation des procédures aux différentes techniques d'intervention est la suivante:

- Appels d'offres normaux: opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme, opérations de cession temporaire à des fins structurelles ainsi qu'émissions de certificats de dette,
- Appels d'offres rapides: en principe, opérations de réglage fin (opérations de cession temporaire et swaps de change),
- Procédures bilatérales: opérations fermes (achats et ventes) ainsi que potentiellement, les opérations de réglage fin.

Alors que les appels d'offres normaux sont exécutés dans un délai de 24 heures entre l'annonce de l'appel d'offres et l'annonce du résultat de la répartition, les appels d'offres rapides sont normalement exécutés dans un délai d'une heure. Au cours de la première catégorie de procédure, toutes les contreparties éligibles peuvent participer alors que pour les appels d'offres rapides, le SEBC peut choisir un nombre limité de contreparties.

Il convient de faire une dernière distinction entre les appels d'offres à taux fixe et les appels d'offres

à taux variable. Dans le premier cas de figure, la BCE annonce à l'avance le taux auquel sera effectuée l'adjudication; on parle alors d'adjudication de volume. Dans le deuxième, les contreparties soumissionnent les montants et les taux pour lesquels elles souhaitent traiter.

Pour les adjudications à taux variable, le SEBC peut appliquer la méthode du taux unique (adjudication à la hollandaise) ou la méthode des taux multiples (adjudication à l'américaine). Pour la première catégorie, les offres satisfaites le sont au taux d'intérêt marginal, c'est-à-dire le taux d'intérêt le plus bas accepté. Pour la seconde, le taux d'intérêt appliqué est celui offert dans chaque soumission individuelle.

Toutes les opérations de la politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres sont reprises dans le tableau 1.4.

## 1.5. LES STATISTIQUES DE RÉSERVES OBLIGATOIRES DE LA ZONE EURO

Les statistiques de réserves obligatoires présentent d'une part l'assiette des réserves obligatoires et d'autre part des informations sur la constitution des réserves obligatoires par les établissements de crédit soumis aux réserves.

Le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème est un système d'avoirs de réserves constitués en moyenne quotidienne, c'est-à-dire que les établissements de crédit doivent respecter leurs obligations de réserves en moyenne sur la période de constitution.

### 1.5.1. L'assiette de réserves

L'assiette des réserves, se compose des passifs soumis à un taux de réserve de 2% et ceux soumis à un taux de réserve de 0%.

Les passifs soumis à un taux de réserve de 2% incluent:

- les dépôts à vue, les dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans, ainsi que les dépôts avec préavis d'une durée inférieure ou égale à deux ans;
- les titres de créance émis d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans;
- les instruments du marché monétaire.

Les passifs soumis à un taux de réserve de 0% incluent:

- les dépôts à terme d'une durée initiale supérieure à deux ans ainsi que les dépôts avec préavis d'une durée supérieure à deux ans;
- les opérations de vente et de rachat fermes;
- les titres de créance émis avec une durée initiale supérieure à deux ans.

Il y a lieu de remarquer que les passifs vis-à-vis d'autres établissements de crédit assujettis au régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème, ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Si un établissement de crédit ne peut prouver l'existence de passifs sous forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans et d'instruments du marché monétaire détenus par les établissements précités, il peut réduire forfaitairement de 10% son assiette de réserves.

### 1.5.2. La constitution de réserves

Ce tableau contient des données sur le montant des réserves à déposer par les établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires ainsi que sur le montant des réserves effectivement constituées.

Par ailleurs, le tableau fournit des informations sur les excédents et les déficits de réserves ainsi que la rémunération des réserves obligatoires.

### 1.6. LES STATISTIQUES DE RÉSERVES OBLIGATOIRES AU LUXEMBOURG

Les tableaux relatifs aux statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg sont établis selon la même méthodologie que les tableaux relatifs aux statistiques de réserves obligatoires de la zone euro mais présentent uniquement l'assiette et la constitution des réserves des établissements de crédit luxembourgeois.

### 1.7. LA POSITION DE LIQUIDITÉ DU SYSTÈME BANCAIRE

Le tableau 1.7 intitulé «Position de liquidité du système bancaire» reflète les avoirs en compte courant en euro des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème.

## 2. LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DANS LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

Jusqu'en décembre 1998, les banques centrales nationales de la zone euro ont assumé la responsabilité de la politique monétaire dans leurs pays respectifs. A cette fin, elles ont utilisé des indicateurs monétaires différents en fonction de la stratégie de politique monétaire retenue au niveau national.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, le Système européen de banques centrales (SEBC) assume la responsabilité de la politique monétaire unique dans l'ensemble de la zone euro.

Afin d'atteindre son objectif principal, qui est la stabilité des prix, le SEBC a décidé d'axer la stratégie de sa politique monétaire sur un agrégat monétaire.

L'élaboration d'un tel agrégat monétaire nécessite une consolidation correcte des avoirs monétaires au niveau de la zone euro. Afin d'être en mesure de procéder à la consolidation des statistiques bancaires et monétaires, ainsi qu'à l'élaboration d'agrégats monétaires au niveau de la zone euro, une harmonisation des concepts retenus dans les pays participants s'est avérée indispensable.

Une des premières étapes consiste à définir un secteur homogène d'institutions créatrices de monnaie.

Le secteur des institutions financières monétaires<sup>3</sup> (IFM), comprend les banques centrales, les établissements de crédit au sens de la définition communautaire, ainsi que d'autres institutions financières monétaires résidentes, dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts d'entités autres que des IFM et qui, pour leur compte propre (du moins en termes économiques) consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières.

### 2.1. LE BILAN AGRÉGÉ DES IFM DE LA ZONE EURO (HORS EUROSISTÈME)

Le bilan agrégé des IFM de la zone euro est conçu afin de fournir à la BCE des données mensuelles et trimestrielles suffisamment détaillées pour permettre une certaine flexibilité dans la définition des agrégats monétaires et de leurs contreparties.

<sup>3</sup> La liste des institutions financières monétaires peut être consultée ou téléchargée du site Internet de la Banque centrale européenne: [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

Tableau 2 Agrégats monétaires

Passifs <sup>1)</sup>	M1	M2	M3
Monnaie fiduciaire	X	X	X
Dépôts à vue	X	X	X
Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans		X	X
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois		X	X
Opérations de vente et de rachat fermes			X
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire			X
Titres de créance d'une durée initiale ≤ 2 ans			X

<sup>1)</sup> Passifs du secteur créateur de monnaie et passifs de l'administration centrale présentant un caractère monétaire et détenues par le secteur détenteur de monnaie.

### 2.1.1. La description des principaux instruments du bilan agrégé des IFM de la zone euro

Les «Crédits» incluent toutes les créances des IFM déclarantes sur des emprunteurs, qui ne sont pas matérialisées par des titres négociables. Il s'agit par exemple des crédits à l'habitation, à la consommation, à l'investissement, le crédit-bail ainsi que des avoirs en titres non-négociables.

Les «Titres autres que des actions» sont constitués de titres de créance négociables et échangés sur des marchés secondaires. Il s'agit notamment des obligations, des bons du Trésor ainsi que des effets publics.

Les «Instruments du marché monétaire» correspondent à des titres à court terme (échéance initiale inférieure ou égale à un an), émis par des IFM, et négociables sur des marchés monétaires liquides.

Les «Dépôts à vue» comprennent les dépôts qui sont transférables sur demande par chèque, virement bancaire, écriture de débit ou autres moyens de paiement, sans délai, restriction ou pénalité significatifs.

Les «Dépôts avec préavis» comprennent les dépôts non-transférables sans échéance fixe qui ne peuvent être convertis en numéraire sans une période de préavis, avant l'échéance de laquelle la conversion en numéraire n'est pas possible ou n'est possible qu'avec une pénalité.

Les «Dépôts à terme» comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant une pénalité.

Les «Opérations de vente et de rachat fermes» représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat des titres en question (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les «Parts d'OPC monétaires» comprennent toutes les parts émises par les OPC monétaires en vue de recueillir auprès du public, des fonds destinés à être investis sur les marchés monétaires et des capitaux.

### 2.2. LE BILAN AGRÉGÉ DES IFM LUXEMBOURGEOISES (HORS BANQUE CENTRALE)

Le tableau 2.2 «Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)», établi conformément aux principes décrits ci-dessous, fournit un aperçu sur la situation des IFM luxembourgeoises.

Les principales innovations mises en place au niveau du bilan des IFM luxembourgeoises sont:

- une définition harmonisée des différents instruments de l'actif et du passif. Celle-ci a été opérée notamment en vue de permettre l'identification des passifs susceptibles d'être inclus dans les agrégats monétaires;
- l'introduction du principe de l'échéance initiale pour la classification des actifs et des passifs des IFM. La plupart des instruments de l'actif et du passif sont ventilés en fonction de leur durée initiale: inférieure ou égale à un an, supérieure à un an et inférieure ou égale à deux ans et supérieure à deux ans. La BCE peut ainsi déduire le caractère plus ou moins monétaire des exigibilités des IFM en vue de leur inclusion dans les agrégats monétaires;
- l'identification des créances et des engagements vis-à-vis des résidents de la zone euro et de ceux du reste du monde. Pour ce qui est des créances et engagements envers les résidents de la zone euro, on notera l'identification des créances et engagements vis-à-vis des IFM et non-IFM résidentes. De cette manière il est possible de déterminer les avoirs monétaires détenus par les seuls résidents non-IFM de la zone euro.

Finalement, il convient de relever que, contrairement à la collecte de données destinées à des fins de contrôle prudentiel, la collecte d'informations sur le bilan des IFM prévoit une collecte allégée pour les établissements de petite taille. Ainsi, des dispenses sont accordées à ces établissements tant que le degré de couverture des statistiques bancaires et monétaires sera supérieur à 95% de la somme des bilans agrégés.

### 2.3. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En vertu du Traité de Maastricht «l'objectif principal du système européen de banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix». Comme l'inflation est en fin de compte un phénomène monétaire, l'Eurosystème a décidé d'axer la stratégie de sa politique monétaire en particulier sur un agrégat monétaire qui est un indicateur de l'inflation à moyen terme.

À cette fin, le conseil des gouverneurs a annoncé une valeur de référence quantifiée, qui sera réexaminée en décembre 1999, de 4,5% par an pour la croissance de cet agrégat. Le calcul de la valeur de référence s'est fondé sur les relations existant entre la croissance monétaire, l'inflation, la croissance du PIB réel et les variations de la vitesse de circulation de la monnaie.

Le conseil des gouverneurs analyse les évolutions monétaires par rapport à leur valeur de référence sur la base d'une moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance sur un an de la monnaie au sens large. Cette méthode est destinée à lisser les fluctuations mensuelles.

La définition de ces agrégats monétaires par la Banque centrale européenne a été sujette à diverses décisions conceptuelles.

Tout d'abord, il a été nécessaire de délimiter le secteur institutionnel détenteur de monnaie. En se fondant sur des considérations théoriques et des études empiriques, ainsi que sur des pratiques internationales, l'Eurosystème a décidé d'exclure de ce secteur les administrations publiques centrales dont

les dépôts évoluent de façon erratique et sans relation stable avec l'activité économique. Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM, ni des administrations publiques centrales sont incluses dans les agrégats monétaires.

Le degré de liquidité des actifs monétaires est évalué en fonction de leur échéance initiale; le seuil a été fixé à deux ans à l'instar de ce qui a été retenu pour le calcul de la base de réserves obligatoires.

Ensuite, le souci d'éviter des mouvements de substitution entre actifs monétaires libellés en euros et devises a conditionné le choix d'une option «toutes devises». Les agrégats monétaires incluent par conséquent les actifs monétaires indépendamment de la devise dans laquelle ils sont libellés.

Finalement, dans certains pays de l'Union monétaire (Belgique, France, Irlande, Italie, Luxembourg) le Trésor public et/ou la Poste sont habilités à collecter des dépôts. Ces dépôts sont pris en compte pour le calcul des agrégats monétaires de la zone euro pour autant qu'ils satisfassent aux conditions définies ci-dessus.

Compte tenu de ces observations, trois agrégats monétaires ont été définis:

- un agrégat étroit (M1);
- un agrégat intermédiaire (M2);
- un agrégat large (M3).

Ces agrégats sont définis sur base des éléments du passif des IFM de la zone euro.

L'agrégat monétaire étroit (M1), inclut les pièces et les billets en circulation ainsi que les dépôts à vue.

L'agrégat monétaire intermédiaire (M2) inclut la monnaie au sens étroit (M1) ainsi que les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois et les dépôts à terme d'une échéance initiale inférieure ou égale à deux ans.

L'agrégat monétaire large (M3) recouvre M2 ainsi que les opérations de vente et de rachat fermes, les titres émis par des OPC monétaires, les instruments du marché monétaire et les titres de créance émis d'une échéance initiale inférieure ou égale à deux ans.

## **2.4. LES PRÊTS ACCORDÉS PAR LES IFM LUXEMBOURGEOISES AUX MÉNAGES ET SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES**

Ce tableau fournit des informations sur les encours en fin de période des prêts accordés par les IFM luxembourgeoises aux sociétés non financières ainsi qu'aux ménages de la zone euro.

Alors que les crédits accordés aux sociétés non financières sont ventilés uniquement par échéance initiale, les crédits aux ménages font l'objet d'une classification par instrument.

La ventilation additionnelle des crédits aux ménages permet de distinguer les crédits à la consommation des prêts au logement.

## **2.5. LES TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE**

Avec l'avènement de l'euro depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, le marché monétaire s'est doté de nouveaux taux de référence: l'EONIA ainsi que l'EURIBOR.

L'EONIA (Euro OverNight Index Average) est un taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'euro. Il s'agit de la moyenne pondérée de tous les prêts interbancaires au jour le jour consentis en blanc («unsecured») et initiés au sein de la zone euro par les banques incluses dans un panel. Le panel en question comporte 57 banques de référence qui ont été choisies en fonction de leur rôle prépondérant dans les marchés monétaires de la zone euro. Les banques se répartissent de la façon suivante: 47 banques de pays membres ayant adopté l'euro dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, quatre banques des pays membres n'ayant pas encore adopté l'euro ainsi que six grandes banques internationales ne faisant pas partie de l'Europe des quinze mais faisant d'importantes opérations monétaires dans la zone euro. L'EONIA est calculé par la BCE et est publié avec deux décimales chaque jour ouvrable entre 18h45 et 19h00.

L'EURIBOR (European InterBank Offered Rate) s'est substitué aux taux interbancaires nationaux (IBOR) tels que le Bibor, le Pibor, le Fibor etc. Il reflète les dépôts à terme interbancaires en euros au sein de la zone euro faits entre les banques les plus actives. Les cotations recouvrent treize échéances; de un à douze mois, ainsi que les dépôts à une semaine. Les taux sont calculés et publiés chaque jour ouvrable à 11h00 (CET) par Bridge Telerate à partir des taux fournis par le panel de banques, ce dernier étant le même que celui de l'EONIA.

## **2.6. LES RENDEMENTS D'OBLIGATIONS ÉTATIQUES**

Le tableau 2.6. reprend le rendement des obligations d'État à dix ans des pays de la zone euro. En sus sont repris les rendements d'obligations étatiques sur dix et trente ans aux États-Unis et sur dix ans au Japon. Les rendements sont calculés sur une base annuelle ISMA (International Securities Market Association).

## **2.7. LES INDICES BOURSIERS**

Le tableau 2.7. a pour but de visualiser les indices boursiers clés. Pour la zone euro sont utilisés les indices Dow Jones Euro Stoxx et Euro Stoxx 50. Le premier indice est un indice large composé de plus de 300 valeurs sélectionnées parmi les pays de la zone euro. Le second est composé de 50 valeurs parmi les pays de la zone euro. Afin d'apporter des éléments de comparaison avec les États-Unis et le Japon en matière boursière, le tableau reprend également l'indice S&P 500 ainsi que le Nikkei, ce dernier comportant 225 valeurs.

Afin de tenir compte de la sphère boursière luxembourgeoise, la première colonne indique le nouvel indice de la Bourse de Luxembourg, le LUXX cours, coté depuis le 4 janvier 1999. Sont éligibles toutes les actions émises par des sociétés luxembourgeoises pleinement imposables et tombant sous le

champ d'application de la loi Rau modifiée du 22.12.1993 ayant pour objet la relance de l'investissement dans l'intérêt du développement économique luxembourgeois. Pour pouvoir entrer dans l'indice, une société doit être cotée depuis au moins un mois et représenter un poids minimal de 1% dans l'indice.

## 2.8. LES TAUX DE CHANGE

Afin de suivre l'évolution de l'euro, la monnaie unique est cotée contre les principales devises internationales, c'est-à-dire le dollar ainsi que le yen. En sus, les mouvements de l'euro sont retracés par rapport aux monnaies des pays «pré-in» (livre sterling, couronne suédoise, couronne danoise, drachme grecque). Les cotations, qui incluent également le franc suisse, compilées sur une base hebdomadaire, se lisent en unités monétaires nationales par euro.

## 3. LES DONNÉES GÉNÉRALES SUR LE SYSTÈME FINANCIER AU LUXEMBOURG

L'importance du système financier luxembourgeois pour l'économie du pays n'étant plus à prouver, il importe d'inclure dans le corps statistique du bulletin des données plus spécifiquement liées à la place financière luxembourgeoise.

Le bloc des statistiques relatives au système financier luxembourgeois tel qu'il figurait déjà dans le bulletin trimestriel de l'Institut Monétaire Luxembourgeois est par conséquent maintenu dans le bulletin périodique de la Banque centrale du Luxembourg.

Il importe cependant de relever que certains tableaux ne figureront plus dans le bulletin périodique à l'avenir.

Il s'agit plus particulièrement du tableau relatif à l'émission d'obligations en francs luxembourgeois qui, en raison de l'introduction de l'euro, devient caduc.

D'autre part, le bloc réservé aux «Statistiques bancaires dans l'espace transfrontalier» ne figurera plus dans le bulletin périodique de la BCL puisque cette statistique n'est plus établie par les régions limitrophes de notre pays.

## 4. LA SITUATION DES ÉTABLISSEMENTS DU LUXEMBOURG SUR LES EURO-MARCHÉS

Ces tableaux qui fournissent un aperçu sur la participation des banques luxembourgeoises sur les euro-marchés et qui faisaient déjà partie intégrante du bulletin trimestriel de l'Institut Monétaire Luxembourgeois sont maintenus dans le bulletin périodique de la Banque centrale du Luxembourg.

## 5. LES DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

Le Protocole n°3 annexé au Traité instituant la Communauté européenne, sur les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne (BCE), attribue la stabilité des prix comme objectif principal au SEBC. Dans ce contexte, le conseil des gouverneurs de la BCE réuni en date du 13 octobre 1998 a défini les éléments essentiels de sa stratégie en matière de politique monétaire et a notamment donné la définition quantitative de son objectif premier. Cette définition a été rendue publique par un communiqué de presse de la BCE en date du 1<sup>er</sup> décembre 1998: «La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro». Selon cette définition, la stabilité des prix «doit être maintenue à moyen terme». La mention «inférieure à 2%» établit clairement la limite supérieure pour le taux d'inflation mesuré par l'IPCH, compatible avec la stabilité des prix. Parallèlement, l'emploi du terme «progression» dans la définition indique sans ambiguïté que la déflation, c'est-à-dire des baisses persistantes du niveau de l'indice IPCH, ne serait pas jugée compatible avec la stabilité des prix.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a également annoncé la stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème qui guidera les décisions de politique monétaire dans la phase III de l'UEM. Cette stratégie repose sur quatre éléments principaux :

- la définition quantifiée de la stabilité des prix;
- et les «deux piliers» de la stratégie mise en œuvre pour atteindre cet objectif:
  - ◆ un rôle essentiel pour la monnaie, souligné par l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance d'un agrégat monétaire large,
  - ◆ et une appréciation, reposant sur une large gamme d'indicateurs, des perspectives d'évolution des prix et des risques pour la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro.

Ce jugement englobe, entre autres, un large éventail d'indicateurs statistiques concernant les prix et les coûts. Dans les tableaux 5.1, 5.2.1. et 5.2.2. une sélection de cette gamme est présentée.

Les statistiques luxembourgeoises sont fournies par le STATEC. Au niveau européen, elles proviennent d'EUROSTAT, sur base des données transmises par les instituts de statistiques nationaux et, le cas échéant, après agrégation et ajustements. A l'heure actuelle, beaucoup de données ne reposent pas sur des données entièrement harmonisées et diffèrent, dans une certaine mesure, en fonction des définitions utilisées. Leur champ de couverture diverge de pays à pays, de même que leur degré de comparabilité. On peut s'attendre à des améliorations importantes de leur qualité, à la suite de la mise en œuvre de réglementations statistiques européennes tel que le règlement sur les statistiques à court terme, à partir de 1999.

### 5.1. L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ (IPCH)

Le tableau 5.1. reprend diverses statistiques basées sur l'IPCH luxembourgeois. A titre de comparaison, l'inflation sous-jacente et l'indice des prix à la consommation de la zone euro (IPCUM) font également partie de ce même tableau.

#### 5.1.1. Les origines de l'IPCH

Les origines des IPCH remontent à la période préparatoire de l'Union économique et monétaire (UEM). Les signataires du Traité de Maastricht, en créant les critères de convergence, avaient prévu la nécessité de statistiques harmonisées. L'article 109J du Traité formule un des critères comme étant «la réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix; cela ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité

des prix». Afin de juger tous les Etats selon le même critère, il fallait créer un indice harmonisé pour le taux d'inflation. Les précisions sur son calcul sont fournies dans un protocole annexé au Traité: «L'inflation est calculée au moyen de l'indice des prix à la consommation sur une base comparable, compte tenu des différences dans les définitions nationales.» De ce critère de convergence est né l'IPCH. Par la suite, divers règlements européens sont venus compléter sa définition.

### 5.1.2. La comparaison internationale

Les IPCH sont par construction conçus pour permettre des comparaisons internationales de l'évolution des prix à la consommation. Ils mettent l'accent sur la qualité et la comparabilité entre les indices des différents pays ainsi que sur leurs mouvements relatifs. Ils ont été largement harmonisés dans l'ensemble des États membres de l'Union européenne, qu'il s'agisse de la couverture, des normes relatives aux procédures de correction en fonction de la qualité, ainsi que de nombreux détails techniques. La poursuite de l'harmonisation et de l'extension de la couverture, notamment pour inclure les dépenses en matière d'enseignement et de santé, doit intervenir au cours de cette année et de l'année suivante.

Les différents États membres sont néanmoins libres de continuer à utiliser leurs propres indices des prix à la consommation (IPC) pour des besoins nationaux. Le Luxembourg a décidé de ne calculer qu'un seul indice à partir de janvier 1997, basé sur la méthodologie harmonisée au niveau européen. À partir de cette date, l'indice général, base 100 au 1<sup>er</sup> janvier 1948, est obtenu par multiplication de l'IPCH, base 100 en 1996, avec le facteur de raccord 5,72776.

### 5.1.3. Le rôle de l'IPCUM dans la conduite de la politique monétaire

L'IPCUM est la moyenne pondérée des indices des prix à la consommation harmonisés (IPCH) des

onze États membres qui ont adopté l'euro. Il s'agit donc de l'IPCH pour la zone euro. Les poids des différents pays peuvent être modifiés chaque année et sont proportionnels à la part de la consommation privée intérieure finale de chacun d'entre eux dans le total de l'UEM:

	1998	1997	1996
Belgique	38,0	38,2	38,2
Allemagne	345,2	345,5	346,5
Espagne	89,0	88,7	88,2
France	218,7	219,3	219,5
Irlande	9,0	9,1	9,0
Italie	181,7	181,2	180,5
Luxembourg	2,2	2,2	2,2
Pays-Bas	53,5	53,1	53,2
Autriche	30,4	30,5	30,5
Portugal	16,8	16,7	16,7
Finlande	15,5	15,5	15,6
UEM	1000,0	1000,0	1000,0

Source: EUROSTAT

Les indices de prix harmonisés, ont été conçus initialement pour évaluer la convergence en termes de prix durant la phase II de l'Union économique et monétaire, mais gardent actuellement toute leur signification. Même si la BCE a adopté l'IPCUM comme indicateur principal pour la mise en œuvre de la politique monétaire unique, les indices des prix à la consommation harmonisés des pays membres de la zone euro, pris isolément, sont également importants.

### 5.1.4. Les sous-composants de l'IPCH

Outre les IPCH des États membres de la Communauté européenne, EUROSTAT publie des données relatives à 77 différentes sous-composantes de cet indice.

Celles-ci comprennent les prix de types spécifiques de biens et de services (poisson, voitures d'occasion et services bancaires par exemple) et sont regroupées au sein d'un indice plus agrégé (alimentation, produits industriels et services par exemple).

À l'image du Bulletin mensuel de la BCE, le bulletin de la BCL s'attache actuellement aux données relatives à l'IPCH global et à cinq composantes principales:

1. *Aliments non traités*
2. *Aliments traités*
3. *Biens non énergétiques*
4. *Biens énergétiques*
5. *Services*

La somme pondérée des indices 1 et 2, constitue l'indice des biens alimentaires, celle des indices 3 et 4 constitue l'indice des biens industriels. Les biens alimentaires et industriels constituent ensemble l'indice des biens, qui, additionné des services, constituent l'IPCH général.

Ces cinq sous-indices ont été sélectionnés en fonction des caractéristiques qu'ils possèdent d'un point de vue de la politique monétaire: d'un côté les évolutions des cinq composantes diffèrent les unes des autres, de l'autre, à l'intérieur d'un même groupe, les propriétés sont relativement homogènes. Les prix des produits frais (encore appelés biens alimentaires non traités, tels la viande, fruits et légumes par exemple) et, notamment, les prix de l'énergie (électricité, gaz et autres combustibles) présentent un degré élevé d'instabilité à court terme. Dans le cas des produits frais, leurs prix sont étroitement liés à des facteurs saisonniers et à des variations inhabituelles des conditions météorologiques. Les prix de l'énergie sont largement déterminés par les cours mondiaux du pétrole, qui peuvent parfois être fort instables. En revanche, les variations de prix des aliments hors produits frais (encore appelés biens alimentaires traités, pain, boissons et tabac par exemple), des produits industriels hors énergie (chaussures, voitures et ordinateurs par exemple) et des services (locations immobilières, voyages et transports) affichent une évolution plutôt régulière. S'agissant des services, les évolutions de prix sont moins influencées par les facteurs météorologiques ou les conditions du marché mondial; elles sont essentiellement déterminées par les coûts sala-

riaux et les frais financiers. Par conséquent, elles tendent à présenter un degré relativement faible d'instabilité à court terme.

### 5.1.5. La disponibilité des données

Sur base des données statistiques collectées par les instituts de statistiques nationaux, le STATEC dans le cas du Luxembourg, EUROSTAT publie tous les mois des données relatives à l'IPCH, trois semaines environ après la fin de chaque mois. Les données luxembourgeoises sont quant à elles disponibles à la fin du mois en cours, dans la publication «Indicateurs Rapides: Série A1» du STATEC. Cette publication se fait en général à la suite de la réunion nationale du Comité de l'Indice des prix à la Consommation.

On dispose actuellement de données pour la période remontant jusqu'à 1995. Certains pays établissent des données rétrospectives couvrant une plus longue période.

## 5.2. LES PRIX DES BIENS INDUSTRIELS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES

Le tableau 5.2.1. reprend l'indice des prix à la production (IPP) dans l'industrie totale à l'exclusion de la construction, ses sous-composants ainsi que les prix mondiaux des matières premières.

Bien que l'IPCUM soit le seul critère par rapport auquel la stabilité des prix soit évaluée en matière de stratégie de politique monétaire au sein du SEBC, les instances monétaires doivent suivre les développements d'autres prix. Les agrégats présentés sous cette section ont une influence directe ou indirecte sur les prix à la consommation et leur évolution est essentielle pour comprendre non seulement l'évolution actuelle et passée de l'IPCH, mais également les développements futurs.

### 5.2.1. Les prix à la production

Les statistiques sur les prix à la production sont déterminantes dans l'analyse de l'évolution des prix. Les données utilisées dans ce tableau pour les prix à la production sont fournies par le STATEC et publiées dans leur édition mensuelle de la série A3 des Indicateurs Rapides. Ces statistiques excluent les prix à la construction qui font l'objet d'une autre publication, à savoir les «Indicateurs Rapides - Série A2» portant sur les indices des prix de la construction des bâtiments résidentiels et semi-résidentiels.

La méthodologie utilisée est harmonisée au niveau européen sous l'égide d'EUROSTAT, qui a élaboré en 1980 un document méthodologique de base servant de référence à l'ensemble des pays européens dans leur élaboration des IPP.

Les prix sont collectés au premier stade de commercialisation. Ils sont effectifs et départ-usine. La couverture va de la division 1 de la Nomenclature des Activités économiques dans les Communautés Européennes (N.A.C.E.) à la division 4. Sont toutefois exclues certaines branches industrielles artisanales et provisoirement la production et la distribution d'énergie électrique et de gaz.

### 5.2.2. Les prix des matières premières

Les évolutions de l'IPCH trouvent aussi leur explication dans les prix des matières premières. Pour s'en convaincre, on peut citer les baisses des prix du pétrole qui ont constitué tout au long de l'année 1998 un facteur de modération de l'inflation.

Les variations des prix des matières premières dans le tableau 5.2.1. sont exprimées par rapport aux variations des biens sous-jacents exprimés en dollar américain. Ceci permet de distinguer les évolutions qui proviennent des cours mondiaux de celles qui proviennent des variations du taux de change de notre monnaie par rapport au dollar américain. En effet, il suffit de connaître le taux de change du USD par rapport au LUF, et à partir du

1<sup>er</sup> janvier 1999 par rapport à l'euro, pour pouvoir aisément faire cette distinction.

Deux indicateurs des prix mondiaux des matières premières issus de la base de données de la Banque des Règlements Internationaux à Bâle ont été choisis. La première statistique est un indicateur composite du prix de matières premières, la deuxième exclut les matières premières énergétiques, tels le pétrole et le gaz naturel.

Le cours du pétrole est également présenté. Le choix de la statistique s'est porté sur le cours du pétrole de la mer du Nord, à savoir la référence «Brent European quoted» publiée dans Reuters. Les cours de référence sont ceux de la clôture.

## 5.3. LES INDICATEURS DE COÛTS ET TERMES DE L'ÉCHANGE

Le tableau 5.2.2. reprend d'autres indicateurs de prix et de coûts non couverts par les tableaux précédents.

### 5.3.1. Les coûts salariaux dans l'industrie

Les coûts salariaux sont des informations essentielles pour comprendre et anticiper l'évolution de l'inflation. Ils agissent directement, mais aussi indirectement sur les prix. Les deux principaux effets à court terme, sont la transmission de la hausse des coûts du travail sur les prix à la production des biens de consommation et un effet au travers de la hausse de la demande sur le marché des biens et services.

A long terme, des hausses salariales sont compatibles avec l'objectif de stabilité des prix tant qu'elles sont contenues dans les limites de l'évolution de la productivité.

### 5.3.2. Prix liés au commerce extérieur

Dans le cas d'une petite économie ouverte comme le Luxembourg, le pourcentage d'inflation impor-

tée est considérable. D'où l'intérêt de suivre l'évolution des prix des importations, mais aussi des exportations et de leur rapport. Les termes de l'échange nous donnent en outre une indication approximative de l'évolution de la compétitivité nationale.

La valeur unitaire est «une valeur moyenne d'un produit pour une certaine période<sup>4</sup>». Dans le tableau 5.2.2, la période est un mois. La valeur unitaire est obtenue en divisant la valeur des marchandises, par un indicateur de volume, tels par exemple la masse ou le nombre de pièces. Les termes de l'échange sont obtenus «en divisant l'indice des valeurs unitaires des exportations par celui des importations<sup>5</sup>».

Les indices des valeurs unitaires se distinguent des autres indices des prix, à la consommation ou à la production par exemple, en ceci qu'ils ne se basent pas sur l'évolution des prix d'un panier-échantillon de biens: on ne mesure pas les prix de vente effectifs d'une marchandise donnée (p. ex. la voiture du modèle X et du constructeur Y), mais le prix d'un type donné de marchandises (p. ex. la voiture particulière de moteur diesel d'une cylindrée entre

1000 m<sup>3</sup> et 1500 m<sup>3</sup>). Dès lors, les indices de valeurs unitaires ne constituent que des mesures approximatives des véritables mouvements des prix.

### 5.3.3. La disponibilité

Au niveau européen, on ne dispose pas de mesures harmonisées des coûts de main-d'œuvre à périodicité trimestrielle pour l'ensemble des pays, mais ces données devraient être disponibles en cours d'année.

## 5.4. LES DÉVELOPPEMENTS FUTURS

On peut regretter que les déflateurs de comptes nationaux ne soient pas repris dans les statistiques des prix, comme cela est le cas dans le Bulletin de la BCE. La situation va néanmoins changer à la suite de la mise en œuvre du règlement sur le Système européen de comptes nationaux et régionaux 1995 (SEC 95), au deuxième trimestre 1999. En outre, une nouvelle initiative a été prise pour harmoniser les mesures du PIB réel dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance.

---

<sup>4</sup> *Bulletin du Statec N6/97, page 225*

<sup>5</sup> *Ibidem*

## 6. LES INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE

### 6.1. LES COMPTES NATIONAUX

Les données relatives à la comptabilité nationale sont jusqu'à présent publiées avec une fréquence annuelle et à prix courants seulement. Avec la transition vers le SEC95 (Système Européen de Comptes Economiques intégrés 1995), le STATEC publiera bientôt des comptes nationaux à fréquence trimestrielle et à prix constants.

Le tableau 6.1.1. comprend les principaux agrégats du produit intérieur brut dans l'optique «prix du marché».

#### 6.1.1. Le produit intérieur brut aux prix du marché

Le produit intérieur brut aux prix du marché est le résultat de l'activité de production des unités productrices résidentes. Il peut être défini comme étant la somme des emplois finaux des biens et services par les unités institutionnelles résidentes (consommation finale et formation brute de capital fixe) et des exportations de biens et services moins les importations de biens et services.

Les emplois finaux nationaux correspondent à la somme de la consommation finale nationale et à celle de la formation brute de capital fixe.

La consommation finale nationale correspond à la valeur des biens et services utilisés pour la satisfaction directe des besoins humains, aussi bien individuels (consommation finale des ménages) que collectifs (consommation collectives des administrations privées et publiques).

La formation brute de capital fixe correspond à la valeur des biens durables acquis par les unités de production résidentes, destinés à des fins autres que militaires, pour être utilisés dans le processus de production pendant une durée supérieure à un an.

Les exportations de biens comprennent tous les biens matériels qui sortent définitivement du territoire économique du pays à destination du reste du monde.

Les exportations de services comprennent tous les services fournis par des unités résidentes à des unités non-résidentes.

Les importations de biens et de services sont définies de manière analogue.

La consommation sur le territoire des ménages non-résidents et des ménages résidents dans le reste du monde font également partie des exportations et des importations, mais sont reprises séparément.

#### 6.1.2. Les autres indicateurs de l'économie réelle

Le tableau 6.1.2 comprend, d'une part, les chiffres de la production de l'ensemble de l'industrie (sous forme d'un indice à année de base 1995) et, d'autre part, les taux de variation annuels de la production de différentes branches industrielles ainsi que du commerce de détail, tout comme le taux de variation annuel du nombre des immatriculations de nouvelles voitures particulières. Les chiffres sont ajustés pour les jours ouvrables, à l'exception des immatriculations de voitures.

### 6.2. LES INDICATEURS DU MARCHÉ DE L'EMPLOI

Le tableau 6.2.1 comprend d'abord, pour l'économie entière tout comme pour le secteur de la manufacture, des indicateurs de l'évolution du nombre de personnes employées, ceci sous forme d'indices (avec comme année de base l'année 1995) et de taux de variation annuels. En plus, le tableau comprend le nombre de personnes inscrites auprès de l'Administration de l'emploi (ADEM) comme demandeurs d'emploi ainsi que le taux de chômage, défini comme le ratio du nombre des demandeurs d'emploi et de la population active. Finalement, le tableau indique le taux de variation annuel de la productivité du travail dans le secteur de la manufacture.

Le tableau 6.2.2 comprend plusieurs séries relatives à l'emploi sur le niveau de l'économie entière. Les séries indiquées sont: l'emploi national, l'emploi total intérieur, le nombre des indépendants, l'emploi salarié intérieur, la population active ainsi que le nombre de frontaliers travaillant au Luxembourg.

L'emploi national est égal à l'emploi total intérieur diminué du nombre des frontaliers non-résidents, augmenté du nombre des frontaliers résidents travaillant à l'étranger (chiffre estimé à 700 personnes par le STATEC) et augmenté du nombre des fonctionnaires internationaux (chiffre actuellement estimé à 7 729 personnes).

L'emploi total intérieur est la somme de l'emploi salarié intérieur et du nombre des indépendants.

La population active est composée de l'emploi national et du nombre de demandeurs d'emploi (DENS) qui figure dans le tableau 6.2.1.

## 6.3. LES ENQUÊTES D'OPINION

### 6.3.1. L'indicateur de confiance dans le secteur industriel

L'indicateur de confiance dans le secteur industriel est présenté dans le graphique 6.3.1. L'échantillon de l'enquête de conjoncture mensuelle menée par le STATEC comprend 109 entreprises industrielles qui représentent quelque 88% de la valeur ajoutée du secteur. Les réponses des entreprises sont pondérées en fonction de l'importance de leur valeur ajoutée et de sorte que les différentes branches du secteur soient correctement représentées. L'échantillon reste en principe inchangé d'une enquête à l'autre. La méthodologie de l'enquête correspond à celle définie au niveau communautaire.

Pour obtenir l'indicateur de confiance, les réponses à trois questions de l'enquête sont prises en considération:

- 1) estimation de la tendance de la production au cours des prochains mois,
- 2) appréciation du carnet de commandes total,
- 3) appréciation du stock de produits finis (avec signe opposé).

Trois réponses différentes sont possibles: «augmentation» (respectivement «supérieur à la normale»), «stabilité» (respectivement «normal») et «diminution» (respectivement «inférieur à la normale»). L'indicateur est obtenu en calculant la moyenne arithmétique de la différence entre le pourcentage de réponses positives et le pourcentage de réponses négatives à chacune des trois questions. Les réponses neutres ne sont pas prises en considération. Les valeurs des trois composantes de l'indicateur de confiance dans le secteur industriel sont présentées dans le graphique 6.3.2: Enquête dans l'industrie.

Une juxtaposition entre l'indicateur de confiance et la production réalisée devrait permettre d'avoir une impression de la qualité de l'indicateur de confiance en tant qu'indicateur de l'évolution de la production.

### 6.3.2. L'indicateur de confiance dans le secteur de la construction

L'indicateur de confiance dans le secteur de la construction est présenté dans le graphique 6.3.3. L'échantillon de l'enquête de conjoncture mensuelle dans le secteur de la construction comprend 43 entreprises dont la valeur ajoutée représente entre 50% et 60% de la valeur ajoutée du secteur. Comme dans le secteur de l'industrie, la composition de l'échantillon, en principe, ne varie pas au cours du temps.

L'indicateur de confiance dans ce secteur est obtenu de manière comparable à celle du secteur de l'industrie: d'abord, on calcule la différence entre les réponses positives et négatives (en pourcentage des réponses totales données) à deux questions, puis on prend la moyenne arithmétique des deux différences. Les deux questions sont:

- 1) estimation du carnet de commandes total,
- 2) estimation de la tendance des effectifs au cours des prochains mois.

Comme pour l'indicateur de confiance dans l'industrie, les réponses neutres ne sont pas prises en considération.

## 6.4 ENQUÊTE MENSUELLE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

La Banque centrale du Luxembourg (BCL) mène depuis janvier 2002 une enquête de conjoncture auprès des consommateurs qui repose sur 15 questions. Cette enquête 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.

Les enquêtes auprès des consommateurs traitent des jugements, des estimations et des anticipations des consommateurs. Elles mesurent donc les phénomènes conjoncturels tels qu'ils sont perçus par les consommateurs indépendamment des indicateurs macroéconomiques comme la croissance du PIB, le chômage et les prix.

Les enquêtes fournissent non seulement des informations utiles pour l'analyse de la seule consommation privée mais également de l'environnement économique, des caractéristiques de la situation économique et financière des ménages, du comportement des consommateurs, ainsi que de leurs anticipations concernant la consommation, les prix, le chômage...

Les résultats peuvent être utilisés de deux manières:

- (i) en tant qu'indicateurs de la confiance des consommateurs et de la conjoncture économique actuelle ou
- (ii) servir de base pour réaliser des prévisions économiques (en conjonction avec d'autres statistiques de nature quantitative).

Ainsi, les résultats de l'enquête permettent à la BCL de calculer notamment l'indicateur de confiance des consommateurs. Ce dernier synthétise les réponses à quatre questions qui traitent de l'évolution sur les 12 prochains mois. Il s'agit de questions relatives à la situation financière des ménages, à la situation économique générale, à l'évolution du chômage et à la capacité d'épargner. Cet indicateur représente ainsi la moyenne arithmétique des soldes pondérés des quatre questions mentionnées ci-dessus. A noter que le solde pondéré relatif à l'évolution du chômage doit être déduit lors du calcul de la moyenne puisqu'une augmentation du solde en question témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution de celui-ci indique une évolution favorable.

Le questionnaire harmonisé utilisé pour cette enquête comprend quinze questions. Douze de ces questions sont posées aux consommateurs sur base mensuelle, tandis que les trois questions restantes ont une fréquence trimestrielle (janvier, avril, juillet et octobre de chaque année).

Les questions mensuelles sont relatives à:

1. la situation financière des ménages au cours des 12 derniers mois;
2. la situation financière des ménages au cours des 12 prochains mois;
3. la situation économique générale depuis un an;
4. la situation économique générale au cours des 12 prochains mois;
5. l'évolution des prix au cours des 12 derniers mois;
6. l'évolution des prix au cours des 12 prochains mois;
7. l'évolution du chômage au cours des 12 prochains mois;
8. l'intérêt à faire actuellement des achats importants;
9. l'intention d'achats de biens d'équipement au cours des 12 prochains mois;

10. l'opportunité d'épargner;
11. la capacité d'épargner au cours des 12 prochains mois;
12. l'endettement/ l'épargne actuels.

Les questions trimestrielles sont relatives à:

13. l'intention d'acheter une automobile au cours des 12 prochains mois;
14. l'intention d'acheter un logement au cours des 12 prochains mois;
15. l'intention d'effectuer des dépenses d'installations importantes pour le logement au cours des 12 prochains mois.

A préciser que deux questions quantitatives concernant l'évolution des prix à la consommation (sur les douze derniers mois et les anticipations sur douze mois) ont été ajoutées à titre d'essai au questionnaire harmonisé avec effet au 1er mai 2003. Les résultats relatifs à ces deux questions seront publiés ultérieurement.

Les résultats bruts se présentent, en principe, pour chacune des questions sous forme de pourcentages doublement positifs, positifs, neutres, négatifs, doublement négatifs ainsi que la catégorie des «ne sait pas».

Un solde pondéré est calculé pour chaque question posée. Ces soldes représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui ont signalé une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui ont signalé une détérioration. Les pourcentages relatifs aux réponses neutres et «ne sait pas» sont donc écartés lors du calcul des soldes pondérés. Plus concrètement, une pondération de 100% est appliquée aux pourcentages doublement positifs et doublement négatifs et une pondération de 50% aux pourcentages positifs et négatifs. Finalement, on additionne les pourcentages pondérés «doublement positifs» et «positifs» pour en soustraire les pourcentages pondérés «doublement négatifs» et «négatifs». Ces soldes pondérés sont utilisés pour calculer l'indicateur de confiance des consommateurs et sont publiés par la BCL.

A signaler encore que les données brutes n'ont pas été corrigées des variations saisonnières.

## 7. LES FINANCES PUBLIQUES

Le tableau des finances publiques souligne deux aspects fondamentaux de l'analyse du secteur étatique :

- la ventilation des recettes et des dépenses budgétaires,
- les critères de convergence et de stabilité, tels qu'ils ont été fixés dans le Traité de Maastricht ainsi que dans le Pacte de stabilité et de croissance.

Le budget des recettes et le budget des dépenses sont subdivisés chacun en deux parties. La distinction entre recettes et dépenses ordinaires, d'une part, recettes et dépenses extraordinaires, d'autre part, repose sur des critères économiques. Ainsi, les opérations ordinaires comprennent principalement les recettes et les dépenses courantes, alors que les opérations extraordinaires englobent les recettes et les dépenses en capital. La distinction n'est cependant pas toujours nette et certaines dépenses figurent au budget ordinaire alors qu'elles s'apparentent en fait à des opérations en capital: on peut citer notamment l'amortissement de la dette publique, le gros entretien des biens immobiliers ou encore l'acquisition de biens mobiliers durables (p. ex. voitures).

Les recettes ordinaires sont ventilées en deux catégories principales, les impôts directs et indirects, tandis que les emprunts et bons du trésor sont mentionnés pour permettre d'évaluer leur importance dans les recettes extraordinaires. Les soldes et les soldes cumulés indiquent les surplus ou déficits budgétaires et leur accumulation au cours du temps. Les excédents sont répartis entre la réserve budgétaire et les fonds spéciaux.

Le Traité de Maastricht a retenu, dans ses articles 104 C et 109 J, ainsi que dans les protocoles y afférents, cinq critères communément appelés «critères de convergence», permettant de sélectionner les pays pouvant participer à la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM).

Deux des critères traitent du domaine des finances publiques: le déficit public et la dette publique.

Ces deux critères se retrouvent également dans le Pacte de stabilité et de croissance, auquel se soumettent les Etats membres afin d'assurer une discipline budgétaire nécessaire à la réussite de l'UEM.

Ainsi, le deuxième tableau sur les finances publiques reprend en partie la notification à la Commission européenne du déficit, de la dette publique et des données associées, telle qu'elle est publiée semestriellement en conformité avec le Règlement (CE) N° 3605/93. Le besoin ou la capacité de financement de l'Administration publique concerne le critère du déficit public et est ventilée sur les trois grands secteurs composant l'Administration publique, à savoir l'Administration centrale (ou Etat), les Administrations communales et la Sécurité sociale.

L'encours de la dette publique consolidée de l'Administration publique est subdivisé en cinq catégories selon des critères de maturité et de liquidité de la dette.

Dans la dernière partie du tableau on retrouve des informations sur l'évolution de la formation brute de capital fixe et des paiements d'intérêts par les administrations publiques, qui renseignent sur deux aspects importants du critère du déficit:

- d'une part, la formation brute de capital fixe constitue la partie des dépenses qui est employée à des fins d'investissement par opposition à des fins de consommation et permet une meilleure appréciation qualitative du déficit;
- d'autre part, les paiements d'intérêts sont une indication nécessaire pour évaluer les efforts réels entrepris par le gouvernement pour réduire le déficit, car ils permettent de déduire le solde primaire.

## 8. LA BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG ET AVOIRS DE RÉSERVE DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

Les avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg sont composés de l'or monétaire, des droits de tirage spéciaux, de la position de réserve au FMI et des avoirs en devises étrangères.

La définition des avoirs en devises étrangères a subi un remaniement en profondeur suite à l'avènement

de l'Union monétaire européenne. Ne sont classés dans les avoirs de réserves que les avoirs en devises en monnaie non-euro et déposés ou investis auprès d'entités économiques qui ne sont pas résidentes dans un des pays membres de l'Union monétaire. Cette nouvelle définition explique les grandes variations dans les avoirs en devises étrangères détenus par la Banque centrale du Luxembourg.