



BULLETIN
2008

1



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 septembre 2008

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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

2 ANALYSES

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

3 STATISTIQUES

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

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

4 ACTUALITÉS

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



EDITORIAL

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

Yves Mersch



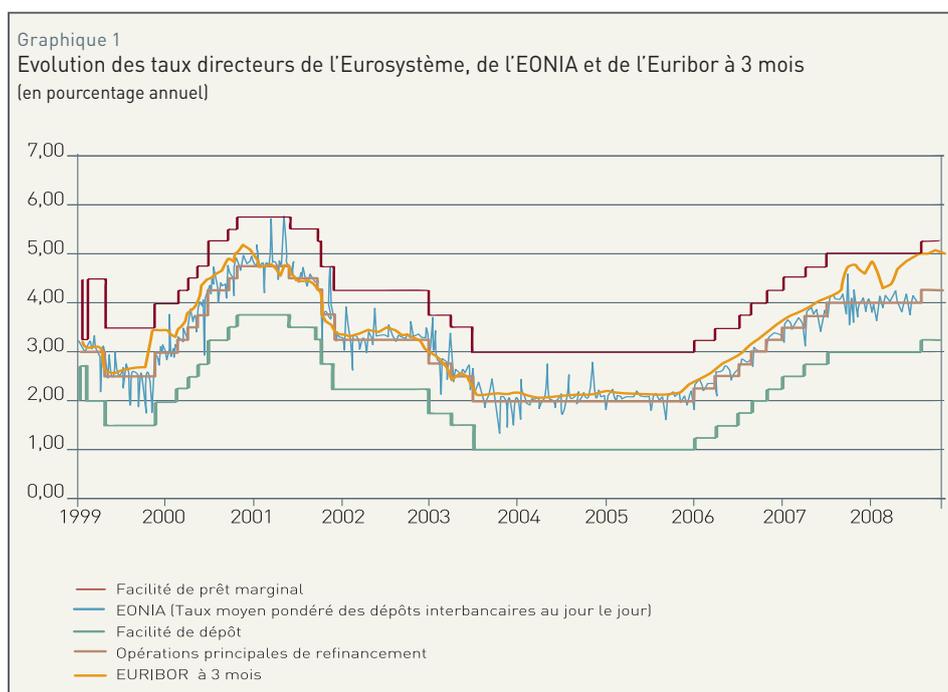
1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1 LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a relevé le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 25 points de base en juillet 2008, le portant à 4,25%. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés, respectivement, à 3,25% et 5,25%. Cette décision fut prise afin d'empêcher des effets de second tour généralisés et de contrer le renforcement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs de la BCE est fermement déterminé à assurer un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix.



L'inflation demeure nettement supérieure au niveau compatible avec la stabilité des prix. La progression annuelle de l'IPCH s'est établie à 3,7% au deuxième trimestre et à 4,0% en juillet ; selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH s'est inscrite à 3,8% en août. Les niveaux élevés des taux d'inflation sont largement imputables aux fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires intervenues précédemment au niveau mondial. De plus, la hausse des salaires s'est accentuée au cours des derniers trimestres, parallèlement à un ralentissement de la croissance de la productivité du travail, conduisant à de fortes hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Sources: BCE, Bloomberg

L'inflation devrait d'ailleurs demeurer à un niveau bien supérieur à celui compatible avec la stabilité des prix pendant un certain temps. Par rapport aux projections de juin, le point médian des projections d'inflation a été revu à la hausse pour l'année en cours ainsi que pour l'année à venir. Selon les projections du mois de septembre, la progression annuelle de l'IPCH devrait se situer entre 3,4% et 3,6% en 2008, et entre 2,3% et 2,9% en 2009. La révision à la hausse des projections d'inflation pour 2008 et 2009 reflète essentiellement la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires et des services plus élevés qu'anticipé antérieurement. Plusieurs risques à la hausse subsistent. Ces risques recouvrent notamment la possibilité de nouveaux renchérissements des prix des matières premières et celle que les hausses antérieures continuent d'avoir des effets indirects plus forts sur les prix à la consommation. En particulier, un éventuel renforcement des tensions inflationnistes découlant d'effets de second tour qui affecteraient plus généralement qu'auparavant les processus de fixation des prix et des salaires suscite de vives préoccupations. Finalement, les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix pourraient être aggravés par des relèvements imprévus de la fiscalité indirecte et des prix administrés.

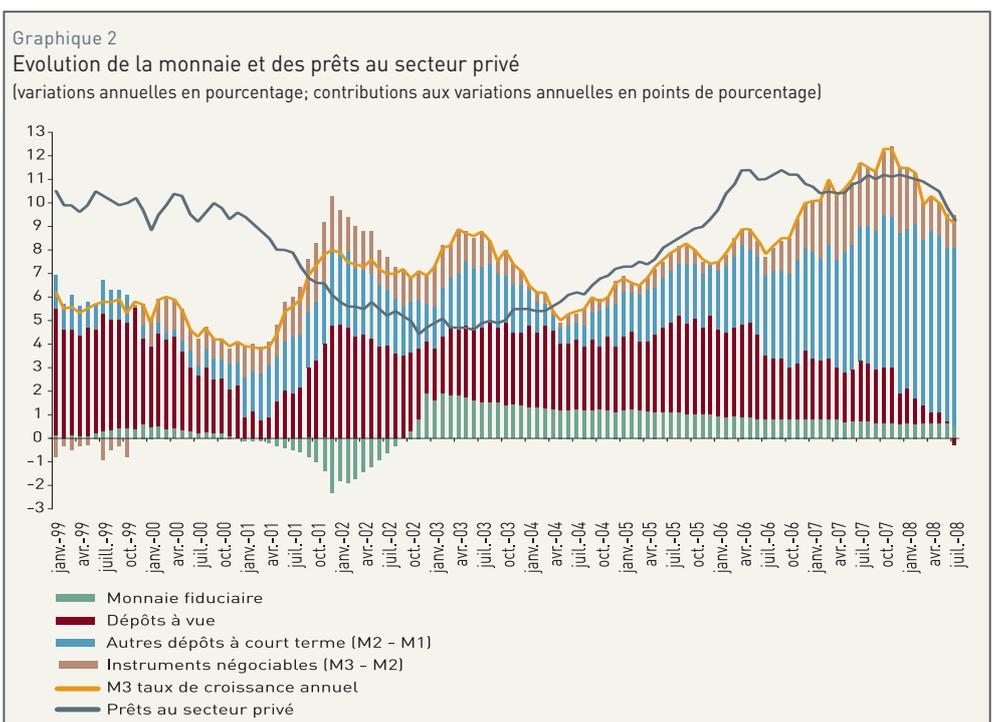
Pour ce qui est de l'activité économique, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,2% au deuxième trimestre 2008. Cette évolution reflète en partie une réaction technique attendue à la forte progression de 0,7% observée au premier trimestre ainsi que les effets modérateurs exercés par des facteurs internationaux et internes, notamment les effets directs et indirects des cours élevés des matières

premières. En particulier, les hauts niveaux des prix des matières premières pèsent sur la confiance des consommateurs et sur la demande, alors que la croissance de l'investissement s'est également ralentie. L'économie de la zone euro connaît actuellement une période d'atonie de l'activité économique, période qui devrait être suivie par une reprise progressive. Le recul des cours du pétrole par rapport aux niveaux atteints dans la première moitié du mois de juillet, dans la mesure où il s'avère durable, contribuera à renforcer le revenu disponible des ménages en termes réels. De plus, la croissance de l'économie mondiale devrait rester relativement solide pour soutenir ainsi la demande étrangère de biens et de services adressée à la zone euro, ainsi que l'investissement.

Alors que tout au long de l'année passée les projections trimestrielles de l'Eurosystème tablaient sur une croissance économique soutenue, les projections macroéconomiques de septembre prévoient une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 1,1% et 1,7% en 2008 et entre 0,6% et 1,8% en 2009 ; par rapport aux projections de juin, les fourchettes des projections macroéconomiques ont donc été revues à la baisse pour l'année en cours ainsi que pour l'année prochaine. Plusieurs risques à la baisse subsistent et le Conseil des gouverneurs estime que l'incertitude entourant ces perspectives d'activité économique est particulièrement élevée au stade actuel. En particulier, de nouveaux renchérissements des prix de l'énergie et des produits alimentaires sont susceptibles de modérer la consommation ainsi que l'investissement. Des risques à la baisse continuent d'être liés à la possibilité que les tensions observées sur les marchés de capitaux exercent une incidence plus négative que prévu actuellement sur l'économie réelle ; les tensions financières continuent d'ailleurs à se traduire sur le taux moyen pondéré des dépôts interbancaires au jour le jour (EONIA), bien que dans une moindre mesure, alors que l'EURIBOR à trois mois s'inscrit toujours à des niveaux élevés. Finalement, des risques à la baisse découlent de la possibilité d'ajustements perturbateurs liés aux déséquilibres mondiaux ainsi que d'une éventuelle montée des pressions protectionnistes.

L'analyse monétaire confirme l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. L'expansion des agrégats monétaires et du crédit s'inscrit toutefois dans le cadre d'une tendance baissière des taux de croissance annuels respectifs. Au deuxième trimestre, l'agrégat large (M3) a progressé de 9,9%, pour s'inscrire à 9,3% en juillet ; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est établi à 10,4% entre avril et juin, et à 9,4% en juillet. En guise de comparaison, en 2007 les progressions annuelles de M3 et des prêts au secteur privé s'étaient établies respectivement à 11,1% et 10,8%.

A noter que la progression de M3 surestime 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, le profil plat, voire inversé de la courbe de rendements implique une certaine réallocation de portefeuille du fait que les dépôts et titres à court



Source: BCE



terme inclus dans M3 sont plus attractifs que les dépôts et les titres à plus long terme (et donc plus risqués) non inclus dans l'agrégat large. En même temps, des réallocations d'actifs au détriment des dépôts à vue continuent à réduire le taux de progression annuelle de l'agrégat étroit M1. Néanmoins, même en tenant compte de ces effets, une évaluation globale des données les plus récentes confirme que le taux sous-jacent de la croissance monétaire demeure élevé.

Le graphique montre que la modération de la contribution de l'agrégat étroit M1 (composé de « monnaie fiduciaire » et « dépôts à vue ») à l'agrégat large M3 s'est poursuivie ces derniers mois. Le taux de croissance annuelle de M1 ne fut que de 2,0% au deuxième trimestre 2008 ; il s'est inscrit à 0,5% en juillet.

Si la progression de l'agrégat étroit M1 s'est nettement ralentie, celle des autres dépôts à court terme (M2-M1) fut d'autant plus vigoureuse : le taux de croissance annuelle relatif à ces dépôts s'est inscrit à 18,9% dans la première moitié de l'année, par rapport à 14,4% en 2007 ; la progression annuelle de M2-M1 s'est établie à 19,6% en juillet 2008. L'impact de la croissance dynamique de ces dépôts sur l'agrégat large est donc d'autant plus 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 a dépassé 40% pour s'établir à 39,1% en juillet. Ces évolutions respectives sont attribuables à un écart de rendement qui joue en faveur des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans.

La croissance annuelle des instruments négociables M3-M2 s'est modérée au deuxième trimestre, s'inscrivant à 10,0% avant de fléchir davantage pour passer à 9,2% en juillet. Ces développements sont attribuables à la modération de l'évolution de deux des trois sous-composantes de M3-M2. En effet, le taux de croissance annuelle des titres d'OPCVM monétaires s'est ralenti depuis le début de l'année, passant de 10,0% au premier trimestre à 4,5% au deuxième ; en juillet, la progression annuelle des titres d'OPCVM fut de 7,3%. Alors que la progression annuelle des titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans s'est également ralentie depuis le début de l'année, elle demeure toutefois importante, étant passée de plus de 50% en 2007 à 21,7% au premier semestre 2008 et s'inscrivant à 22,9% en juillet.

En ce qui concerne les contreparties de M3, on constate que les prêts au secteur privé affichent une tendance baissière depuis le début de l'année, s'établissant à 9,4% en juillet. La décomposition sectorielle indique que le taux de croissance annuelle des prêts aux sociétés non-financières (SNF) a légèrement fléchi au deuxième trimestre tout en continuant à s'inscrire à des niveaux élevés ; en effet, la progression annuelle des prêts aux SNF est passée de 14,7% au premier trimestre à 14,2% au deuxième, pour s'établir à 13,2% en juillet. D'ailleurs, le durcissement des critères d'octroi de crédit qui ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro va dans le sens d'un ralentissement de la croissance de ces prêts à l'avenir. 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 juillet, à 4,3%.

Le recoupement des conclusions de l'analyse économique avec celles de l'analyse monétaire confirme ainsi pleinement l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. 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

L'ensemble des taux débiteurs et créditeurs des banques de la zone euro, à l'exception des crédits à la consommation, affichent une tendance haussière au premier semestre 2008.

Ainsi, le coût des crédits immobiliers à taux variable est passé de 5,32% à 5,47% entre décembre 2007 et juin 2008, soit une progression de 15 points de base. La fin du premier semestre 2008 avait néanmoins été marquée par un recul du coût des crédits immobiliers (5,20% en mars contre 5,32% en janvier). Les hausses observées en avril (+3 points de base), mais surtout en mai (+11 points de base) et en juin (+13 points de base) ont anticipé celle du taux de l'Eurosystème survenue en juillet. De plus, l'environnement économique plus incertain a incité les banques de la zone euro à une plus grande vigilance vis à vis du risque de crédit.

Après la forte hausse affichée entre décembre 2007 (6,93%) et février 2008 (7,24%) le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, a progressivement diminué, pour atteindre 6,91% en juin 2008. Cette baisse peut être mise en relation avec celle des taux du marché pour les maturités correspondantes.

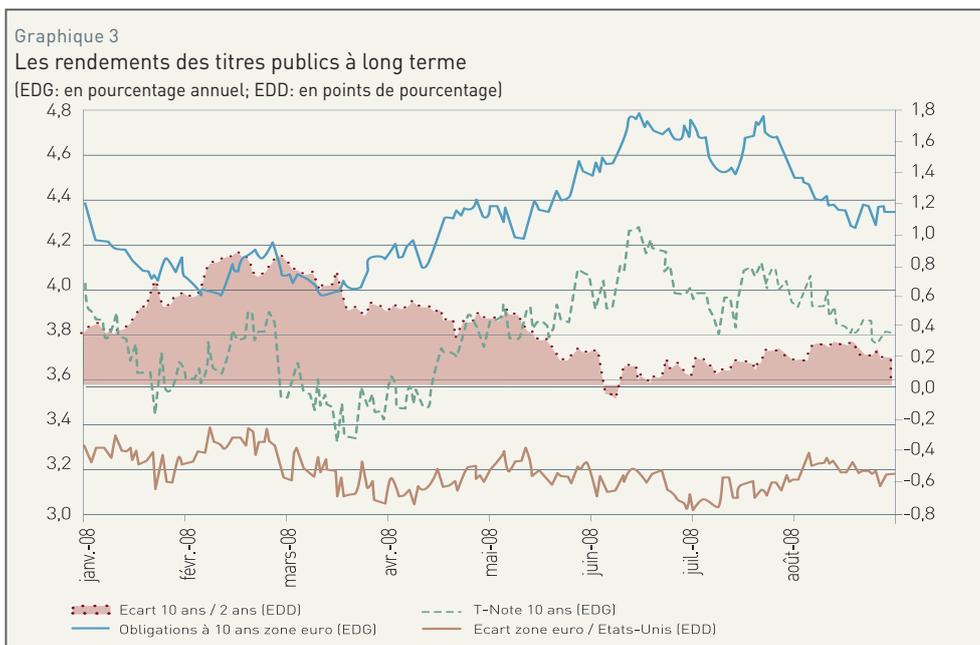
Le coût de la catégorie des autres crédits, c'est-à-dire des crédits non liés à la consommation ou à l'immobilier, a progressé de 35 points de base entre décembre 2007 (5,67%) et juin 2008 (6,02%). L'impact de la hausse du coût du risque est sans doute à l'origine de cette hausse importante des taux débiteurs sous cette catégorie.

Finalement, tandis que le coût des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, à destination des sociétés non financières (SNF), demeurait inchangé entre décembre 2007 et juin 2008 (5,35%), celui des crédits d'un montant inférieur à un million d'euros progressait de huit points de base, passant de 6,08% à 6,16%.

La rémunération des dépôts des SNF n'a que faiblement progressé entre décembre 2007 (4,26%) et juin 2008 (4,28%) tandis que celle des dépôts des ménages a progressé de 15 points de base, passant de 4,28% à 4,43%.

1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Fin-août 2008, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et ceux de la zone euro se sont inscrits respectivement à 3,81% et 4,34%. L'écart de rendement s'est donc creusé davantage depuis fin-mai, pour s'établir à 53 points de base en fin de période. Globalement, entre fin-mai et fin-août, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans n'a guère changé dans la zone euro.



Sources: Bloomberg, BCE

Dans la première moitié du mois de juin, les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro ont poursuivi leur tendance haussière entamée après l'atténuation des perturbations sur les marchés de capitaux vers la mi-mars. Ces hausses reflétaient largement le renforcement, par les intervenants de marché, des anticipations de hausse des taux directeurs de part et d'autre de l'Atlantique, notamment en raison des pressions inflationnistes accrues. A partir de mi-juin, cette tendance haussière s'est toutefois interrompue, voire même inversée. Cette inversion de tendance découlait de nouvelles perturbations sur les marchés de capitaux, du repli des cours boursiers et, dans la zone euro, d'une dégradation partielle des perspectives de croissance.

En juillet, les marchés obligataires ont affiché une forte volatilité. Les éléments susmentionnés ont d'abord continué à exercer un effet baissier sur les rendements. Suite à la conférence de presse de la BCE début juillet, les opérateurs de marché ont atténué leurs anticipations quant à une nouvelle hausse des taux directeurs dans la zone euro, ce qui a exercé un effet baissier supplémentaire sur les rendements des titres publics de la zone euro. Courant juillet, ce mouvement fut encore renforcé par de nouvelles inquiétudes concernant la santé financière des groupes américains de refinancement hypothécaire. Néanmoins, à partir de la mi-juillet, les rendements obligataires à long-terme de la zone euro et aux Etats-Unis se sont brièvement tendus suite à la publication de résultats plus propices que prévus par certaines banques d'investissement, ce qui rassurait les investisseurs quant à l'évolution future des turbulences financières. Un renforcement des craintes inflationnistes, notamment suite à la publication de données défavorables sur l'évolution des prix à la production dans un grand pays de la zone euro, exerça un effet haussier supplémentaire sur les rendements obligataires de la zone euro ; cependant, cet effet a sans doute été mitigé par le repli des cours du pétrole. Ensuite, les rendements obligataires à long terme se sont rapidement repliés, notamment pour ce qui est des rendements de la zone euro. L'écart de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro a fléchi entre fin-juin et fin-juillet, passant de 76 à 58 points de base.

Le recul des rendements obligataires s'est largement poursuivi en août. Ce mouvement baissier, déjà entamé en juillet, fut d'autant plus prononcé dans la zone euro. En effet, au cours de quelques semaines les rendements obligataires à long terme de la zone euro ont reculé de presque 50 points de base,

avant de se stabiliser au cours de la deuxième moitié du mois d'août ; pendant cette même période, les rendements sur les titres publics américains n'ont fléchi que d'environ 30 points de base. Ces développements sont attribuables à l'assombrissement des perspectives de croissance, notamment dans la zone euro, ainsi qu'à la persistance des turbulences financières. Aux Etats-Unis, les développements relatifs au secteur immobilier, notamment en ce qui concerne les groupes de refinancement hypothécaire, demeuraient peu propices ; néanmoins, les données macroéconomiques dans leur ensemble étaient généralement plus contrastées que dans la zone euro.

1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Entre fin-mai et fin-août, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont globalement chuté : l'indice Dow Jones EuroStoxx a reculé de 12,4%, alors que le S&P500 et le Nikkei 225 ont fléchi de 8,4% et de 8,8% respectivement. Mi-juillet, le Dow Jones EuroStoxx et le S&P500 ont d'ailleurs atteint leur creux de l'année, à 296,6 et 1 214,91 points respectivement ; en fin de période, l'indice américain et celui de la zone euro ont toutefois rebondi pour s'inscrire à respectivement 1 282,83 et 319,45 points. L'indice japonais, qui avait atteint son creux de l'année en mars, a également rebondi pour clôturer la



Sources: BCE, Bloomberg

période sous revue à 13 072,87 points. La volatilité sur les marchés boursiers s'est d'ailleurs accrue dans la période sous revue, sans toutefois atteindre les niveaux élevés enregistrés en janvier.

Les trois indices boursiers ont enregistré des pertes considérables en juin, continuant ainsi leur repli généralisé observable depuis les mois d'été 2007, repli qui s'est toutefois nettement accéléré depuis le début de l'année. En un seul mois, le S&P500 et le Dow Jones EuroStoxx ont perdu presque 9% et 12% respectivement, notamment suite à la détérioration des bénéfices effectifs déclarés par les grandes banques américaines ; le Nikkei 225 a fléchi de 6% en juin. La flambée des prix pétroliers et, dans la zone euro, la dégradation partielle des perspectives économiques, ont également pesé sur les cours.

Le repli des principaux indices boursiers s'est poursuivi dans la première moitié du mois de juillet, renforcé par de nouvelles inquiétudes relatives aux turbulences financières, notamment en ce qui concerne les groupes américains de refinancement hypothécaire. Vers la mi-juillet, les cours boursiers se sont toutefois à nouveau inscrits en hausse dans le sillage d'un recul des prix pétroliers et notamment suite à la publication de résultats plus propices que prévus par certaines banques d'investissement. Globalement, les trois indices boursiers n'ont guère changé en juillet, en dépit d'une forte volatilité.

Début août, les cours ont été soutenus par la décision du Comité fédéral de l'*open market* de maintenir ses taux d'intérêt inchangés, ainsi que par les anticipations des intervenants de marché concernant l'orientation future de la politique monétaire aux Etats-Unis. Tout au long du mois, d'autres éléments ont cependant exercé un effet baissier sur les marchés boursiers. La chute des prix pétroliers, observable depuis la mi-juillet, prit fin courant août et freina ainsi le rebond des cours boursiers en ravivant les craintes inflationnistes, conduisant ainsi à des révisions à la baisse des estimations des bénéfices. L'assombrissement des perspectives économiques dans la zone euro a davantage freiné le rebond éphémère du Dow Jones EuroStoxx discernable depuis mi-juillet, alors que les développements relatifs au secteur immobilier, notamment en ce qui concerne les groupes de refinancement hypothécaire aux Etats-Unis, continuaient à peser sur l'indice américain. Plus généralement, l'incertitude ainsi que les abandons et réductions de créances dans le secteur financier ont pesé sur les cours en août.

1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Entre fin-mai et début-août, l'euro s'est d'abord stabilisé dans une fourchette relativement étroite, tant en termes effectifs que bilatéralement face au dollar américain, à la livre sterling et au franc suisse ; en août, la monnaie unique s'est toutefois rapidement repliée par rapport au dollar et au yen, ainsi qu'en termes effectifs, alors qu'elle s'est appréciée face à la livre sterling. Ces évolutions font suite à une période lors de laquelle la monnaie unique s'est globalement appréciée face à plusieurs devises étrangères, notamment face au dollar américain.

Par rapport à la devise américaine, l'euro a évolué dans une fourchette comprise entre USD 1,45 et USD 1,60 ; face à la livre sterling, la monnaie unique a évolué à l'intérieur d'une fourchette de GBP 0,74 et GBP 0,81.

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro a plus ou moins suivi l'évolution de ses principales composantes, dont surtout le dollar américain ; entre fin-mai et fin-août, le TCEN s'est globalement replié de 1,6%. En fin de période, l'euro s'est établi à USD 1,47, à GBP 0,81, à JPY 159,65 et à CHF 1,62.

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



Sources: Bloomberg, BCE



Début juin, le TCEN s'est d'abord inscrit en hausse suite à la conférence de presse de la BCE qui a conduit à une révision, par les intervenants de marché, des anticipations quant à un resserrement de la politique monétaire. Bilatéralement, l'euro s'apprécia face au dollar américain, ainsi que vis-à-vis du yen japonais en vertu de son attractivité accrue dans le cadre des opérations de portage («carry trades») qui consistent à tirer parti de l'écart de rendement sur les instruments libellés en différentes devises. Par la suite, la montée des craintes inflationnistes aux Etats-Unis et notamment l'évolution des anticipations de politique monétaire ont contribué à l'affaiblissement de l'euro face à la devise américaine. Néanmoins, la publication vers la mi-juin de données défavorables sur l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro a ensuite exercé un effet opposé et l'euro s'est à nouveau inscrit en hausse, tant en termes effectifs que bilatéralement face au dollar américain et, dans une moindre mesure, contre le yen japonais.

En juillet, l'évolution adverse des prix à la production dans la zone euro exerçait d'abord une influence haussière sur les cours de change de l'euro, mouvement qui fut toutefois contrecarré par la publication de données favorables sur le marché du travail américain. Suite à la conférence de presse de la BCE début juillet, les opérateurs de marché ont révisé leurs anticipations quant à une nouvelle hausse des taux directeurs dans la zone euro, ce qui a exercé un effet baissier sur les taux de change de l'euro. Courant juillet, ce mouvement fut toutefois inversé par de nouvelles inquiétudes concernant la santé financière des groupes américains de refinancement hypothécaire. Alors que certaines banques d'investissement publiaient d'abord des résultats propices, les inquiétudes relatives aux perturbations financières s'exacerbèrent à nouveau suite à la publication de résultats moins favorables quelques jours plus tard seulement. Néanmoins, les craintes des intervenants de marché quant aux perspectives économiques dans la zone euro commencèrent à peser sur la monnaie unique qui, fin juillet, se déprécia par rapport au dollar américain. Si courant juillet l'euro a atteint son sommet de l'année face au yen japonais, il commençait toutefois à se replier contre la devise nippone vers la fin du mois.

En août, l'euro s'est effrité par rapport au dollar américain et au yen japonais. Ces développements sont entre autres imputables à l'assombrissement des perspectives économiques dans la zone euro, ainsi qu'aux anticipations de politique monétaire qui en découlent ; la chute de l'euro par rapport au yen japonais est cependant à comprendre dans le cadre d'un dénouement des opérations de portage. Dans la deuxième moitié du mois, l'euro s'est stabilisé par rapport au dollar américain, alors qu'il s'est rapidement apprécié par rapport à la livre sterling suite à la détérioration des perspectives de croissance au Royaume-Uni.

En ce qui concerne les devises ayant participé au mécanisme de change européen (MCE II) – c'est-à-dire la couronne slovaque, la couronne danoise, le litas lituanien, le lats letton et la couronne estonienne – elles sont restées stables face à l'euro et ont continué à s'échanger à des niveaux proches de leur cours pivot respectif. En particulier, suite à la réévaluation de 17,6472% de son cours pivot au sein du MCE II avec effet au 29 mai, la couronne slovaque est restée très proche de son nouveau cours pivot. Sur la base de l'examen des résultats des rapports de convergence respectifs de la BCE et de la Commission européenne, cette dernière a conclu que la Slovaquie avait rempli les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique. Le 8 juillet, le Conseil de l'Union européenne a adopté une décision autorisant la Slovaquie à adopter l'euro comme monnaie officielle au 1^{er} janvier 2009. Le taux de conversion correspond au cours pivot actuel au sein du MCE II (SKK 30,1260).

S'agissant des autres devises de l'Union européenne hors MCE II, globalement entre le 31 mai et le 31 août, l'euro a fléchi de 1,0% face à la couronne tchèque, de 1,3% face au zloty polonais, de 1,5% par rapport au forint hongrois et de 2,6% contre le leu roumain ; la monnaie unique est restée inchangée par rapport au lev bulgare, alors qu'elle s'est appréciée de 1,3% face à la couronne suédoise.

1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

En juillet 2008, l'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est établie à 4,0%, sans changement par rapport au mois précédent. Ce taux constitue un pic historique pour la période de neuf ans débutant avec la phase III de l'UEM en 1999. L'inflation est restée nettement supérieure au niveau compatible avec la stabilité des prix depuis l'automne dernier. Ce niveau préoccupant de l'inflation résulte principalement des hausses prononcées des prix de l'énergie et des produits alimentaires au niveau mondial.

En effet, le taux de croissance annuel des prix de l'énergie recensés dans l'IPCH a sensiblement augmenté depuis l'automne 2007, s'établissant à 17,1% en juillet 2008, alors qu'un an auparavant une progression nulle avait été enregistrée. Le taux mensuel de 1,3% de la composante énergétique en juillet 2008 constitue la septième hausse consécutive.

Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés a fortement augmenté au deuxième semestre 2007, essentiellement sous l'effet du renchérissement rapide des prix de certaines matières premières agricoles. La hausse en rythme annuel de cette composante de l'IPCH s'est encore accentuée au cours des sept premiers mois de l'année 2008 pour s'établir à 7,2% en juillet.

Les prix des produits alimentaires transformés ont été un des principaux facteurs à l'origine de l'accélération du rythme de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie observée fin 2007. Ce taux de progression a fluctué autour de 2,5% depuis le début de l'année 2008.

Les taux annuels des prix des produits alimentaires non transformés sont demeurés élevés au début de l'année 2008, avant d'accélérer encore en juin et juillet à respectivement 4,0% et 4,4% en raison de tensions à la hausse liées aux évolutions survenues précédemment sur les marchés des matières premières alimentaires.

En revanche, les prix des produits manufacturés hors énergie ont affiché des taux annuels modérés depuis le début 2008, compris entre 0,5% et 0,9%, malgré un renforcement des tensions en amont de la chaîne de production, tensions qui trouvent leur origine principale dans le renchérissement des matières premières.

Enfin, les hausses annuelles des prix des services sont demeurées élevées au cours des sept premiers mois de 2008 avec des valeurs proches de 2,5%, niveau autour duquel elles varient globalement depuis le début 2007. L'évolution récente des prix de certaines catégories de services pourrait témoigner de l'augmentation des tensions sur les coûts découlant de la hausse des cours du pétrole et des produits alimentaires.

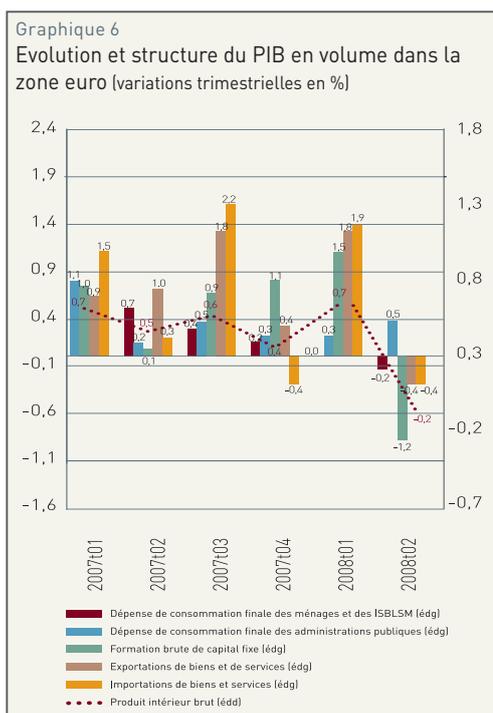
Tableau 1
Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro
(taux de variation annuels)

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

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH global est revenue à 3,8% en août 2008. Une ventilation détaillée des composantes de l'IPCH ne sera disponible que mi-septembre.

Selon les récentes projections des services de la BCE, le glissement annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 3,4% et 3,6% en 2008, et entre 2,3% et 2,9% en 2009. Par rapport aux projections des services de l'Eurosystème de juin 2008, ces fourchettes impliquent une révision à la hausse du profil de progression de l'IPCH. Les risques pour la stabilité des prix à l'horizon de moyen terme demeurent nettement orientés à la hausse. Ces risques comprennent la possibilité de nouveaux renchérissements de l'énergie et des produits alimentaires et d'une augmentation des effets indirects sur les prix à la consommation. Il existe également de vives préoccupations concernant un éventuel renforcement des tensions inflationnistes par le biais d'effets de second tour généralisés.



Source: Eurostat

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

L'activité économique dans la zone euro a continué de croître à un rythme soutenu en 2007 (2,6% après 2,8% en 2006) ainsi qu'au premier trimestre de 2008. Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le premier trimestre de 2008 témoignent d'une croissance de 0,7% en rythme trimestriel. Cette évolution favorable 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. L'estimation pour le deuxième trimestre de 2008 publiée par Eurostat affiche en effet un recul du PIB de la zone euro de 0,2% en glissement trimestriel, corroborant ainsi le scénario d'un trou d'air conjoncturel.

L'examen des différentes composantes du PIB révèle que l'évolution de la croissance au cours des deux premiers trimestres de 2008 a été essentiellement déterminée par le comportement de 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.

L'investissement, qui constituait le principal pilier de la croissance domestique au cours du premier trimestre de 2008 (avec un taux de progression de 1,5% contre 1,1% au dernier trimestre de 2007), s'est nettement dégradé au cours du deuxième trimestre pour atteindre un taux de croissance trimestriel négatif de l'ordre de 1,2%. Ce retournement de tendance s'est produit sous l'effet de la contraction de l'activité dans l'industrie manufacturière et les services telle que révélée par l'indice composite des directeurs d'achats (PMI), ce dernier s'étant caractérisé par un nouveau repli en août et ce pour le troisième mois consécutif. Le secteur de la construction a lui aussi connu un fort recul au cours du deuxième trimestre, avec un taux de croissance négatif de 2,2% par rapport au trimestre précédent.

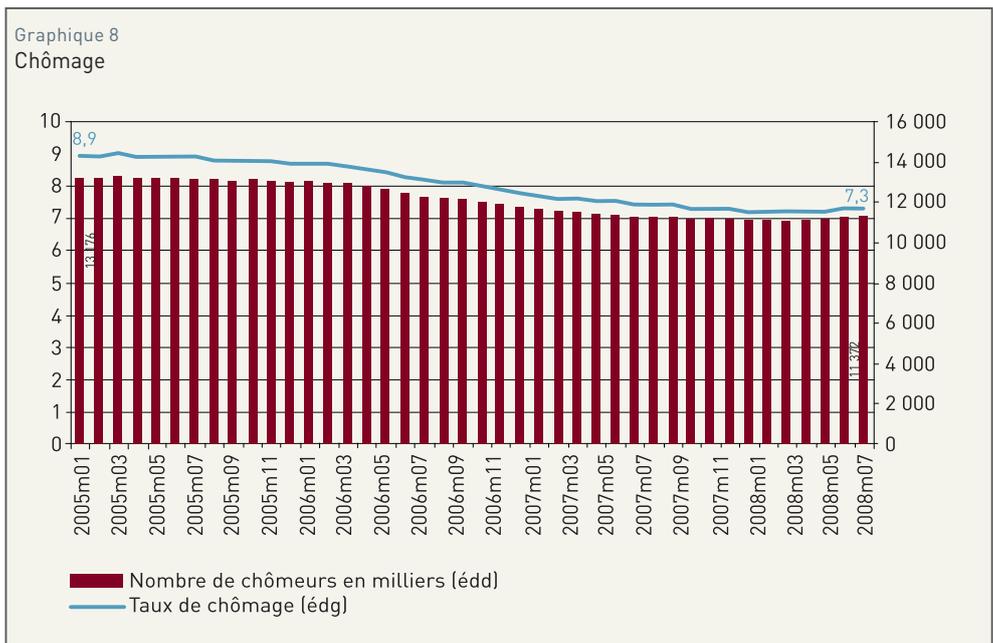
Par ailleurs, la croissance de la consommation privée qui s'était infléchie à la fin de l'année 2007, a continué de baisser au cours des deux premiers trimestres de 2008 pour atteindre un taux de croissance négatif de 0,2% en rythme trimestriel selon les dernières estimations d'Eurostat. Cette situation, qui s'explique par la dégradation du pouvoir d'achat des ménages inhérente à la hausse des prix des matières premières et des produits alimentaires, s'est traduite par un recul marqué des ventes de détail dans la zone euro au cours du deuxième trimestre. 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.

La situation sur le marché du travail de la zone euro s'est nettement améliorée au cours des dernières années. Les données les plus récentes pour le début de l'année 2008, bien qu'elles témoignent d'un certain ralentissement de la progression, font toujours ressortir un accroissement du nombre d'emplois. La croissance de l'emploi dans la zone euro s'est

établie à environ 1,6% en glissement annuel et 0,3% en glissement trimestriel au cours du premier trimestre de 2008². L'emploi a ainsi atteint 145,6 millions de personnes. Concernant les mois à venir, les résultats d'enquêtes laissent attendre un ralentissement de l'emploi dans plusieurs secteurs. Il est cependant vrai que les dernières informations ponctuelles fournies par les grandes entreprises opérant dans différents secteurs de plusieurs pays de la zone euro font état de difficultés à recruter des personnes dans des créneaux où l'on recherche un personnel hautement qualifié. Ce statu quo corrobore les conclusions du rapport 2008 de l'Eurosystème sur les questions structurelles intitulé «Offre de travail et emploi dans les pays de la zone euro: évolutions et défis à relever».



Source: Eurostat



Source: Eurostat

2 Les données relatives à la zone euro à partir de 2008 incluent Chypre et Malte.



Le taux de chômage de la zone euro est quant à lui ressorti à 7,3% en mai, juin et juillet 2008, en légère hausse par rapport aux premiers mois de 2008 (7,2% en moyenne au cours du premier trimestre). Cette évolution résulte de l'augmentation du nombre de chômeurs consécutive au ralentissement de l'activité économique. On observe ainsi, pour la première fois depuis 2004, quatre mois consécutifs de hausse du nombre des sans-emploi. En termes absolus, le nombre de chômeurs s'établit désormais à près de 11,4 millions de personnes en juillet 2008, un chiffre en hausse de 25000 par rapport au mois précédent. Dans l'ensemble, cette hausse peut être attribuée à une progression marquée du nombre de chômeurs en Espagne et à de légères augmentations en Irlande et au Portugal, principalement en raison des évolutions dans le secteur de la construction.

1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Dans une optique prospective, les scénarii de base établis respectivement par la BCE, l'OCDE et le FMI décrivent toujours une décélération de la croissance annuelle du PIB au sein de la zone euro. Cette évolution s'inscrit dans le cadre d'un retournement de tendance du cycle économique, après deux années de croissance supérieure à son niveau potentiel. Les prévisions de ces institutions sont cependant moins optimistes que celles publiées précédemment. Selon les toutes dernières projections effectuées par les services de la BCE, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 1,1% et 1,7% en 2008 et entre 0,6% et 1,8% en 2009, alors que les projections de juin de l'Eurosystème prévoyaient respectivement une fourchette comprise entre 1,5% et 2,1% et 1% et 2% pour ces deux années. Cette révision à la baisse des prévisions de croissance pour la zone euro intervient dans un contexte de ralentissement prononcé de l'activité économique, avec la publication d'un taux de croissance négatif de 0,2% pour le deuxième trimestre de 2008.

Les risques pesant sur ces projections de croissance sont de surcroît considérés comme orientés à la baisse et l'incertitude entourant ces perspectives demeure élevée. Ces risques continuent d'être liés à l'éventualité que les turbulences observées sur les marchés de capitaux exercent une incidence plus négative que prévu 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.

Dans le prolongement de la tendance récente, le ralentissement de la croissance dans la zone euro devrait principalement provenir de la demande intérieure. Ainsi, les services de la BCE projettent que la consommation privée enregistrerait une croissance en glissement annuel comprise entre 0,5% et 0,9% en 2008 et entre 0,6% et 1,6% en 2009. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modéré s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,5% et 1,9% en 2008 et entre 1,3% et 1,9% en 2009. Enfin, la progression de la formation brute de capital fixe continuerait d'exercer un effet pénalisant sur l'activité économique, avec un taux de croissance annuel compris dans un intervalle de 0,9% à 2,3% en 2008 et de -0,7% à 2,1% en 2009. Cette évolution proviendrait notamment du resserrement des conditions financières, de la baisse des marges de profit, de la faiblesse de la demande et de la situation préoccupante du marché de l'immobilier dans certains pays de la zone euro. Sur le plan externe, l'activité économique mondiale devrait ralentir, se traduisant ainsi par un recul de la croissance des exportations dont le taux de variation annuel moyen serait compris entre 2,9% et 4,5% en 2008 et entre 2,4% et 4,6% en 2009. Sous l'effet du ralentissement de l'économie dans la zone euro, le rythme de croissance annuel des importations devrait pour sa part être quasiment du même ordre que celui des exportations, à savoir dans des fourchettes comprises entre 2,4% et 3,8% en 2008 et entre 2,0% et 5,0% en 2009. Par voie de conséquence, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection.

Tableau 2
Projections et prévisions macroéconomiques pour la zone euro

	2007	2008	2009
Projections de septembre de l'OCDE			
PIB réel	2,6	1,3	n.d.
Projections de juillet du FMI			
PIB réel	2,6	1,7	1,2
Projections de septembre de la BCE			
PIB réel	2,6	1,1 - 1,7	0,6 - 1,8
Consommation privée	1,6	0,5 - 0,9	0,6 - 1,6
Consommation publique	2,3	1,5 - 1,9	1,3 - 1,9
Formation brute de capital fixe	4,4	0,9 - 2,3	-0,7 - 2,1
Exportations de biens et de services	6,1	2,9 - 4,5	2,4 - 4,6
Importations de biens et de services	5,4	2,4 - 3,8	2,0 - 5,0

Sources: Eurostat, FMI, OCDE et BCE.

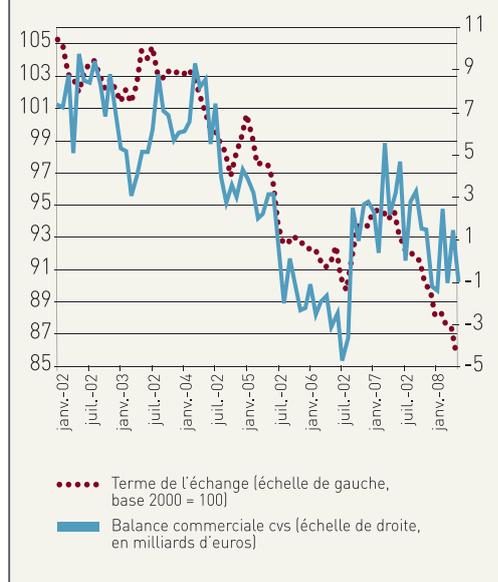
1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 12,6 milliards d'euros au premier semestre de 2008 comparé à un excédent de 8,7 milliards au même semestre de 2007. Cette 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 794,9 milliards d'euros au premier semestre 2008. Les exportations de la zone euro ont certes enregistré une croissance soutenue (+7% à 782,3 milliards d'euros), mais elle s'est avérée inférieure à celle des importations. Toutefois en termes de volumes, les importations ont reculé légèrement (-0,4%) alors que les exportations ont affiché une croissance positive (+5%). Le différentiel de croissance en valeur provient donc d'une évolution défavorable des prix relatifs. La hausse de 10,8% enregistrée par les valeurs unitaires à l'importation, comparée à un taux de croissance de 2,5% pour les valeurs unitaires à l'exportation, a en effet occasionné une détérioration (-8,3%) des termes de l'échange. Cette évolution défavorable, essentiellement liée à la hausse des cours de l'énergie (pétrole et gaz), est à la base de la dégradation du solde commercial de la zone euro (voir graphiques).

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que le déficit dans l'énergie a fortement grimpé (+40%) en atteignant 124,5 milliards d'euros sur les cinq³ premiers mois de 2008 contre 89 milliards sur la période correspondante de 2007. En revanche, le déficit dans les matières brutes (15,4 milliards) s'est légèrement contracté. 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 13% à 77,8 milliards d'euros sur les cinq premiers mois de 2008. Le surplus sur les produits chimiques a quant à lui augmenté de 6,4% à 38 milliards d'euros.

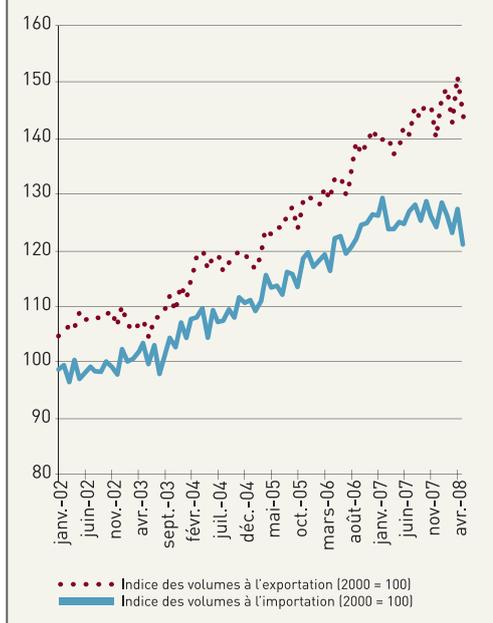
3 A la date d'arrêt de rédaction de ce Bulletin, les données du commerce de juin 2008 ventilées par catégories de biens et par principaux partenaires de la zone euro n'étaient pas disponibles.

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



Source: Eurostat

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



Source: Eurostat

Sur les cinq premiers mois de 2008, l'évolution des échanges de la zone euro avec ses principaux partenaires commerciaux montre que les exportations à destination des Etats-Unis et du Japon se sont contractées respectivement de 2% (à 78 milliards d'euros) et de 1% (à 14 milliards). En revanche des augmentations importantes ont eu lieu dans les exportations vers la Russie (+22% à 30 milliards), la Pologne (+20% à 34 milliards), la République tchèque (+12% à 22 milliards) et la Chine (+15% à 27 milliards). Des hausses modérées ont concerné les livraisons à destination du Royaume-Uni (+2% à 95 milliards), de la Suisse (+5% à 35 milliards) et de la Suède (+3% à 24 milliards). En ce qui concerne les importations, seules les fournitures en provenance du Japon ont reculé de 2% (à 24 milliards) sur les cinq premiers mois de 2008. Les hausses les plus importantes ont concerné les importations en provenance de la Russie (+23% à 47 milliards), de la Pologne (+22% à 23 milliards) et de la République tchèque (+14% à 22 milliards).

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre un léger repli de l'excédent avec le Royaume-Uni (-2,7% à 24,6 milliards) alors que celui vis-à-vis des Etats-Unis s'est fortement contracté (-14% à 21 milliards). Par ailleurs, seuls les excédents à l'égard de la Pologne (10,7 milliards) et de la Suisse (+7,3 milliards) ont affiché une croissance positive sur les cinq premiers mois de 2008. Sur cette période, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (quoiqu'en léger repli de 2% à 42 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+87% pour atteindre 22 milliards), la Russie (+26% pour atteindre 17 milliards) ainsi qu'avec le Japon (-4% pour atteindre 10 milliards).

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

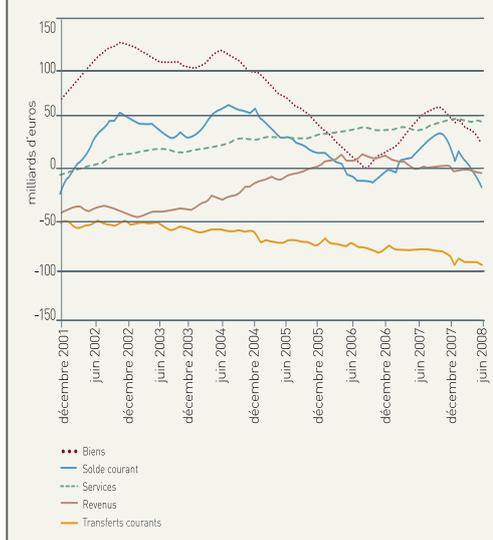
La balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit de 18,4 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2008 comparé à un surplus de 20,4 milliards sur la même période de 2007.

Cette importante détérioration est consécutive à la fois à la croissance continue du déficit des transferts courants et à la réduction des excédents des marchandises et des revenus. La hausse de 18,5% du déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 93 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2008, s'explique par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales. La baisse de près de moitié dans l'excédent cumulé de biens (26,8 milliards d'euros en juin 2008), est due à une croissance plus importante des importations de biens que celle des exportations (cfr. section 1.9 ci-dessus). Par ailleurs, les taux de rendement relativement élevés dans la zone euro (Cfr. section 1.3 ci-dessus) ont occasionné une importante contraction du solde cumulé des revenus qui est passé d'un excédent de 3,2 milliards d'euros en juin 2007 à un déficit cumulé de 1,6 milliard en juin 2008.

La balance courante de la zone euro a en revanche bénéficié d'une évolution favorable dans le solde des services dont le surplus cumulé a progressé de 11,5% pour s'établir à 49,5 milliards d'euros en juin 2008.

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré une hausse des entrées nettes de capitaux qui sont passées de 83,6 milliards d'euros sur les douze derniers

Graphique 11
Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source: BCE

mois s'achevant en juin 2007 à 115,4 milliards sur la même période de 2008. Ces entrées ont porté sur les flux d'investissements de portefeuille et sur les flux d'autres investissements.

S'agissant des investissements de portefeuille, à la suite de la crise du subprime, 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. En conséquence, les entrées nettes cumulées sur investissements de portefeuille se sont réduites à 149 milliards d'euros en juin 2008 contre 372 milliards en juin 2007. Cette baisse a affecté à la fois les titres de créance et les titres de participation. La réduction des entrées nettes sur investissements de portefeuille s'explique par le fait que les ventes, par des non-résidents, d'actions et d'obligations émises par la zone euro ont été plus importantes.

Dans les «autres investissements», les entrées nettes cumulées de 284 milliards d'euros en juin 2008 s'expliquent essentiellement 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 partiellement compensées par les sorties nettes d'investissements directs et de produits financiers dérivés. Les perspectives de croissance relativement meilleures dans les pays émergents et dans les pays d'Europe de l'Est, ainsi que l'appréciation de l'euro qui a baissé la valeur des actifs libellés en dollar, ont poussé les entreprises résidentes à accroître leurs nouveaux investissements et leurs acquisitions à l'étranger.

2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU NIVEAU DE LA GRANDE RÉGION

La présente contribution fournit un examen succinct de l'évolution économique au sein de la Grande Région, qui est composée de la Wallonie, de la Rhénanie-Palatinat, de la Sarre, de la Lorraine et du Luxembourg. Il s'agit d'une mise à jour de contributions déjà parues dans les Bulletins de la BCL⁴. L'importance accordée aux évolutions économiques dans la Grande Région est liée au degré d'ouverture considérable de l'économie luxembourgeoise, notamment envers les régions limitrophes. On trouvera une description détaillée et exhaustive de la situation économique au Luxembourg au point suivant du présent Bulletin.

Pour 2007, l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS), estime que la croissance du PIB en volume de la **Wallonie**⁵ s'établirait, en moyenne annuelle, à 2,6% ce qui représente une accélération par rapport à l'année précédente, bien qu'un ralentissement ait été observé en cours d'année. Les projections de l'IWEPS de juin 2008 tablent sur un ralentissement de la croissance du PIB en volume qui devrait se chiffrer à 1,7% en 2008, essentiellement en raison de l'essoufflement de la conjoncture internationale. La croissance de l'emploi devrait fléchir à 1,0% en 2008, contre 1,2% pour l'année précédente. L'évolution favorable de l'emploi a fait reculer le nombre de chômeurs en 2007 (-5,8%) ce qui porte le taux de chômage BIT wallon à 10,5%, après 11,8% en 2006. L'IWEPS anticipe que le chômage devrait encore diminuer en 2008. Le rythme de progression de la consommation privée devrait ralentir à 1,4% en 2008, suite à 2,2% l'année précédente, reflétant le recul de la confiance des ménages ainsi que l'impact défavorable de l'inflation, qui dépasserait 4%, sur le pouvoir d'achat des Wallons. Par contre, les investissements des entreprises en Wallonie auraient été dynamiques en 2007 (+5,6%). Sur base de différents indicateurs comme le taux d'utilisation des capacités et la demande de biens d'investissement, l'IWEPS anticipe une croissance encore plus prononcée des investissements en 2008, à savoir 7% en volume, malgré la détérioration du contexte mondial. Le dynamisme de l'investissement devrait tirer le PIB wallon avec des contributions à la croissance en 2007 et 2008 de respectivement 0,8 et 0,9 point de pourcentage. Cette appréciation positive est corroborée par l'enquête de la Banque nationale de Belgique (BNB) menée en juillet 2008 auprès de l'industrie manufacturière qui témoigne du niveau toujours élevé du taux d'utilisation des capacités (82,1%). Ce résultat souligne la nécessité d'accroître ces capacités dans le secteur industriel. Toutefois, cela contraste avec le rythme de production de l'industrie manufacturière, tel que recensé également par la BNB, qui affiche une nette décélération en juillet 2008.

L'activité économique en **Rhénanie-Palatinat**⁶ a continué de croître à un rythme soutenu en 2007, avec une progression annuelle du PIB en volume de 2,6%, contre 2,4% en 2006. Une dynamique aussi vigoureuse du PIB n'a, en effet, plus été observée depuis 2000. Les trois secteurs que sont les services, l'industrie manufacturière ainsi que l'agriculture et la sylviculture ont apporté une contribution positive à cette croissance. La valeur des exportations des entreprises établies en Rhénanie-Palatinat se sont fortement accrues, de 11,9% en 2007, malgré l'appréciation rapide de l'euro observée au cours de l'année. La conjoncture a entraîné des retombées favorables sur le marché du travail. L'emploi en Rhénanie-Palatinat a progressé de 1,5% en rythme annuel en 2007, poursuivant ainsi la tendance à la hausse observée depuis mi-2006. L'office statistique du Land estime que la situation conjoncturelle favorable, la modération salariale ainsi que la mise en œuvre de réformes sur le marché du travail expliquent la baisse prononcée du nombre de chômeurs (-18%). De même, le taux de chômage a reculé, revenant de 9% en 2006 à 7,3% en 2007, soit un niveau qui n'avait pas été observé depuis 1994. La hausse annuelle moyenne de l'indice des prix à la consommation s'est établie à 2,1% en 2007, après 1,4% en 2006.

4 Cf. Bulletins 2002/1, 2003/1, 2004/2, 2005/2 et 2006/1, 2007/1 de la BCL.

5 Les commentaires relatifs à la Wallonie sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS) et de la Banque nationale de Belgique.

6 Les commentaires relatifs à la Rhénanie-Palatinat sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat (Statistisches Landesamt Rheinland-Pfalz).

En ce qui concerne les évolutions observées en Rhénanie-Palatinat depuis début 2008, il convient de noter le ralentissement progressif du taux annuel des nouvelles commandes à l'industrie qui s'inscrit à -3,4% en mai. En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation a atteint 3,3% en juin 2008, soit la progression la plus élevée depuis l'introduction de la série en 1995. Le taux de chômage de la Rhénanie-Palatinat est ressorti à 5,4% en juin 2008, contre 5,5% le mois précédent et 6,3% en juin 2007.

Le PIB en volume de la **Sarre**⁷ a augmenté de 2,3% en 2007, après 2,0% en 2006. La croissance a de nouveau été portée en grande partie par l'industrie. En effet, le chiffre d'affaires (+7,8% en termes annuels), les nouvelles commandes (+4,9%), la production (+3,1%) et les exportations de l'industrie manufacturières ont été dynamiques. De même, le taux de chômage de la Sarre a continué de reculer, revenant de 9,5% en décembre 2006 à 8,5% fin 2007. S'agissant de l'évolution des prix, la progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est inscrite à 2,2% en 2007, contre 1,7% l'année précédente. Début 2008, les conditions économiques étaient relativement favorables, comme en témoignent les taux annuels relatifs à la période janvier à mai 2005 (chiffres d'affaires industriel: +10,9% ; nouvelles commandes: +12,5% ; production industrielle: +2,5%). Le chômage a reculé au cours des premiers mois de 2008 pour s'inscrire à 7,8% en mai. Le rythme de progression annuel des prix à la consommation a continué de s'accélérer en 2008 pour atteindre 3,6% en juillet.

En ce qui concerne la **Lorraine**⁸, l'enquête annuelle de la Banque de France fait état d'une accélération du rythme de croissance du chiffre d'affaires de l'industrie en 2007 (+6,5%), après deux années de croissance modérée. Cette évolution est essentiellement liée à une demande domestique plus favorable et au dynamisme des exportations qui ont progressé de 7,1% par rapport à 2006. Les industries de biens d'équipement ont affichés les meilleures performances, notamment au niveau des exportations. La tendance haussière de l'activité des industries des biens intermédiaires (chimie, métallurgie, bois-papier) s'est poursuivie, bien que à un rythme moins soutenu qu'en 2006. Selon la Banque de France, les chiffres d'affaires des services marchands ont globalement augmenté en Lorraine, notamment dans l'ingénierie informatique et technique. Quant à la construction, l'INSEE note que le recul annuel de 14% du nombre des logements mis en chantier, suite à trois années consécutives de croissance soutenue, est à relativiser au vu des niveaux élevés affichés ces dernières années. Les échanges commerciaux de la Lorraine ont affiché un rythme élevé en 2007, avec des taux de croissance annuels respectivement de 7,1% et de 9,4% pour les exportations et les importations. La Lorraine commerce, dans 90% des cas, avec le continent européen, et en particulier avec l'Allemagne qui représente plus de 30% de la valeur des exportations. Les exportations régionales reflètent la structure de l'industrie lorraine: automobile et sidérurgie constituent de loin les principaux exportateurs. En 2007, pour la première fois depuis 2001, l'emploi salarié augmente en Lorraine, à savoir de 0,5%. Cette progression masque toutefois des évolutions divergentes au niveau des différents secteurs. La construction et le secteur des services enregistrent des créations nettes d'effectifs alors que l'emploi est en recul dans l'industrie. Le taux de chômage lorrain a continué de reculer, revenant de 8,6% fin 2006 à 7,7 % fin 2007.

Selon l'INSEE, l'activité économique a continué à être positive en Lorraine au premier trimestre 2008. En effet, la création d'entreprise, bien qu'en léger recul, demeure élevée (2 138 entreprises). De plus, la production industrielle et les exportations ont poursuivi la tendance favorable. Par contre, le secteur de la construction affiche un net recul au premier trimestre, comme en témoigne une baisse annuelle de 45% du nombre des permis de construire. Les mises en chantier ont également diminué de 12,1% en termes annuels. Le nombre des chômeurs lorrains diminue de 5,7% par rapport à mars 2007 et ce

7 Les commentaires relatifs à la Sarre sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Sarre (Statistisches Landesamt Saarland).

8 Les commentaires relatifs à la Lorraine sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE) et de la Banque de France.



sont les chômeurs de longue durée qui bénéficient le plus de l'embellie du marché du travail. Ainsi, au premier trimestre de l'année en cours, le taux de chômage lorrain diminue de 0,3 point de pourcentage au premier trimestre pour ressortir à 7,4%. L'INSEE estime que la situation globalement satisfaisante de l'économie lorraine devrait pourtant se détériorer, en ligne avec l'essoufflement de l'activité au niveau de l'environnement français et international. L'enquête la plus récente de la Banque de France, relative au mois de juin 2008, fait ressortir que la production industrielle a globalement reculé. Néanmoins, cette baisse masque des évolutions contrastées entre secteurs. En particulier, un ralentissement a été observé dans l'agro-alimentaire, dans le segment des composants électriques et du travail des métaux. À l'inverse, une reprise a été observée pour l'industrie automobile, la chimie et les matières plastiques. Le taux d'utilisation des capacités de production se replie de 0,6 point à 82,5%, soit légèrement inférieur à sa moyenne historique. Les prises d'ordre se sont stabilisées, alors que les prix des approvisionnements continuent sur leur trajectoire ascendante. Les effectifs industriels ont légèrement reculé en mai et en juin. Les chefs d'entreprise enquêtés par la Banque de France anticipent que la production ne devrait pas évoluer de façon remarquable au cours des prochains mois, tandis que l'augmentation des prix de vente devrait continuer. Le niveau d'affaires s'est stabilisé dans les services marchands. Cependant, les secteurs du travail temporaire, de l'hôtellerie et de l'ingénierie informatique observent un recul. Par contre, les compartiments du nettoyage et du conseil en affaires et en gestion constatent une augmentation de leur activité. La Banque de France estime que les perspectives d'affaires demeurent favorables dans les services marchands.

3 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

3.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

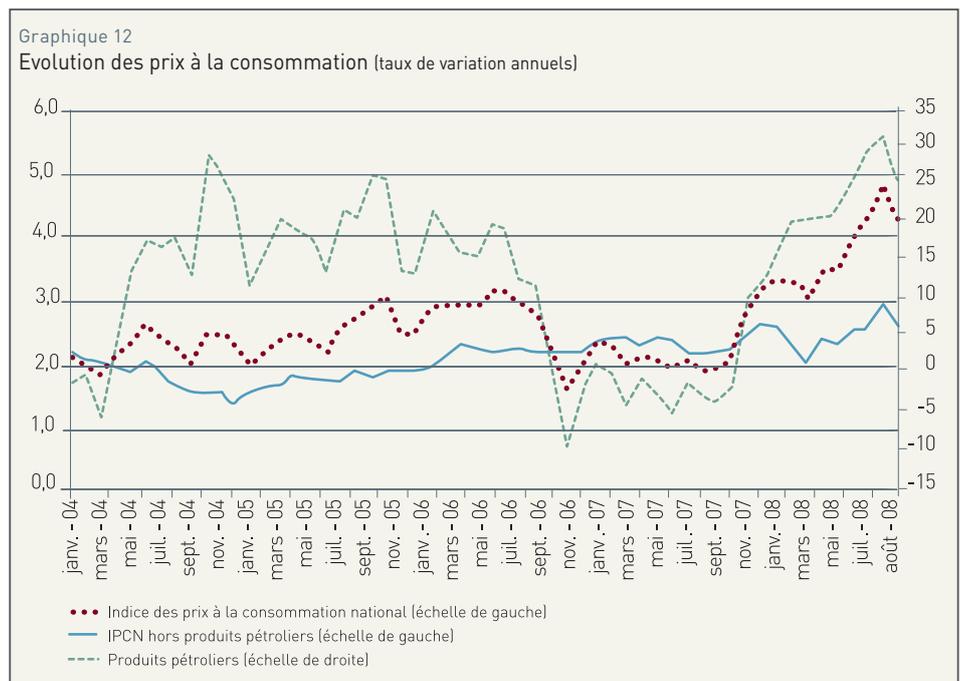
3.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

La hausse annuelle des prix à la consommation, telle que mesurée par l'Indice des prix à la consommation national (IPC�), s'est renforcée depuis l'automne 2007, pour atteindre 4,9% et 4,0% respectivement en juillet et août. La hausse de l'IPC� a ainsi établi un nouveau record historique depuis l'introduction de la série en 1995. L'inflation a été sensiblement influencée par les évolutions des prix des produits pétroliers et alimentaires depuis le second semestre de 2007.

En effet, le taux de variation annuel des prix des produits pétroliers s'élevait à 31,8% en juillet et 23,3% en août 2008, contre -2,3% en juillet 2007. En ce qui concerne les «produits alimentaires et les boissons non alcoolisées», leur taux annuel est progressivement passé de 2,7% en juillet 2007 à 6,2% en juillet et août 2008.

Mais la hausse de l'inflation n'est pas le seul fait des prix pétroliers. En juillet et août 2008, l'IPC� hors produits pétroliers s'est accru au rythme le plus soutenu depuis janvier 2002, avec des progressions annuelles respectivement de 2,9% et 2,7%, confirmant ainsi la tendance globalement haussière entamée début 2005. Cette évolution indique par conséquent que les prix autres que ceux des produits pétroliers contribuent de plus en plus à l'inflation.

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

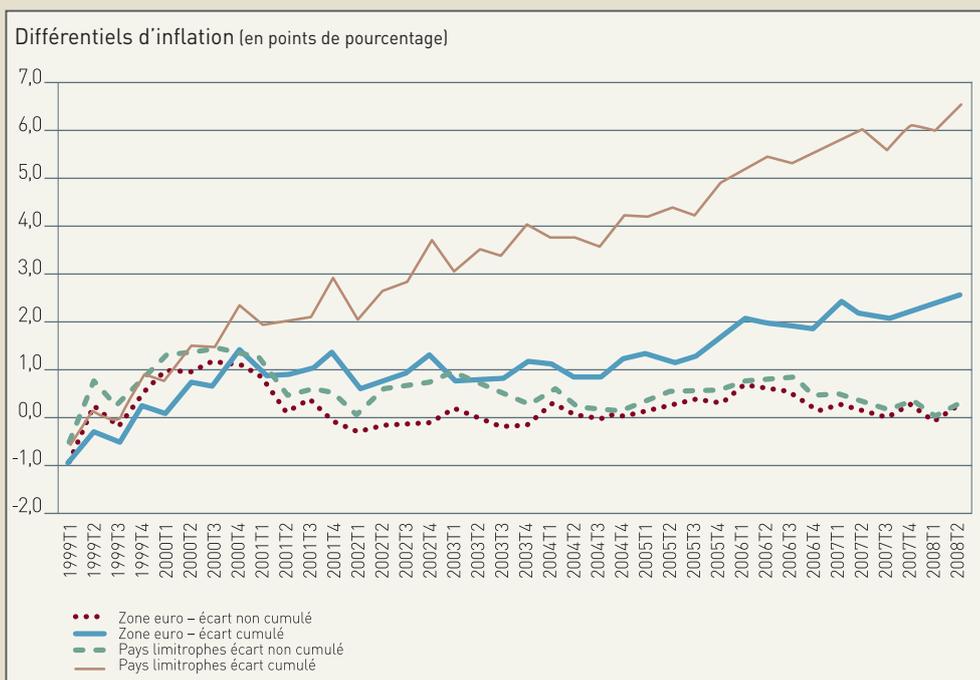


Source: STATEC

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 résidents en raison de la pondération excessive du tabac et des produits pétroliers, dont une proportion importante est consommée par des non-résidents, a même atteint 5,8% en juillet et 4,8% en août 2008 ce qui, dans le concert de la zone euro, place le Luxembourg clairement dans le camp des pays à inflation élevée.

LE DIFFÉRENTIEL D'INFLATION DU LUXEMBOURG

Les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes¹ ont été défavorables au deuxième trimestre 2008 avec chaque fois 0,3 de pourcentage, après respectivement -0,1 et 0,0 point de pourcentage au trimestre précédent. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au deuxième trimestre 2008, se sont inscrits à 2,6 et 6,5 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et les pays limitrophes (cf. graphique).



Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Cette ventilation par groupes de produits indique que les écarts défavorables par rapport à la zone euro (représentés par des chiffres positifs) sont surtout prononcés pour les groupes suivants : «Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «Adduction d'eau et autres services relatifs au logement», «Electricité, gaz et autres combustibles», «Protection sociale», «Tabac», «Services d'hébergement», «Services de téléphone et de télécopie», «Appareils de chauffage et de cuisine, réfrigérateurs, machines à laver et autres gros appareils ménagers, y compris accessoires et réparations».

En revanche, les groupes suivants de produits ont affiché des différentiels particulièrement favorables au Luxembourg par rapport à la zone euro (représentés par des chiffres négatifs): «Equipements de téléphone et de télécopie», «Enseignement», «Voyages à forfait», «Services de transport», «Assurances», «Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical».

Les écarts d'inflation moyens du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes observés sur la période récente sont indiqués au tableau ci-dessous. Ces moyennes ont été calculées en utilisant des taux annuels observés pour tous les mois de la période allant de juillet 2007 à juillet 2008. A noter que l'IPCN a été utilisé pour le Luxembourg et l'IPCH pour les autres pays. Le tableau présente une ventilation par ordre décroissant de l'écart moyen par rapport à la zone euro.

Cette ventilation par groupes

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.

Ecarts d'inflation moyens par groupes de produits et pour l'indice global (juillet 2007 à juillet 2008, en points de pourcentage)²

Indices global groupes de produits	Zone euro	Pays limitrophes
Indice global	0,2	0,2
Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques	5,7	5,1
Adduction d'eau et autres services relatifs au logement	5,5	5,7
Electricité, gaz et autres combustibles	4,5	2,7
Protection sociale	2,5	2,6
Tabac	1,9	1,1
Services d'hébergement	1,7	1,4
Services de téléphone et de télécopie	1,2	1,3
Appareils de chauffage et de cuisine, réfrigérateurs, machines à laver et autres gros appareils ménagers, y compris accessoires et réparations	1,1	1,4
Autres biens durables importants pour les loisirs et la culture	1,0	0,3
Effets personnels n.d.a.	0,7	1,5
Services hospitaliers	0,6	1,5
Soins personnels	0,6	0,9
Autres articles et équipement de loisirs, jardins et animaux d'agrément	0,5	0,6
Restaurants et débits de boissons	0,5	1,3
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	0,3	0,8
Articles de ménage en textiles	0,3	0,6
Loyers d'habitation réels	0,3	0,4
Meubles, articles d'ameublement, tapis et autres revêtements de sol et réparations	0,3	0,6
Produits alimentaires	0,3	0,3
Services financiers n.d.a.	0,3	0,7
Achats de véhicules	0,2	-0,5
Boissons alcoolisées	0,1	0,5
Services de consultation externe (médical)	0,1	1,5
Outils pour la maison et le jardin	0,0	0,2
Articles chaussants, y compris les réparations	-0,1	-0,3
Entretien et réparations courantes du logement	-0,1	-0,1
Autres services n.d.a.	-0,1	1,1
Presse, librairie et papeterie	-0,1	-0,3
Services récréatifs et culturels	-0,2	0,2
Articles d'habillement	-0,2	0,1
Biens et services pour l'entretien courant de l'habitation	-0,6	0,4
Boissons non alcoolisées	-0,7	-0,9
Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)	-0,7	-0,4
Services postaux	-0,9	-0,9
Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical	-1,0	-1,9
Assurances	-1,6	-1,9
Services de transport	-2,9	-2,4
Voyages à forfait	-3,3	-3,9
Enseignement	-5,8	-9,7
Equipements de téléphone et de télécopie	-7,1	-7,8

Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Les produits affichant les différentiels d'inflation les plus élevés, que se soit à la hausse ou à la baisse, ne sont pas forcément ceux qui ont une pondération importante au niveau de l'indice global. Or, il est nécessaire de prendre en considération les poids des différents groupes de produits dans l'indice global afin de pouvoir tirer des conclusions au sujet de la contribution des groupes individuels sur l'écart global. Nous avons estimé la contribution des différents groupes au différentiel observée pour l'indice global par le biais des pondérations retenues pour l'IPCN du Luxembourg pour l'année 2008.

2 Un chiffre positif (négatif) signifie un différentiel défavorable (favorable) au Luxembourg.

En tenant compte des pondérations des groupes, sur la période allant de juillet 2007 à juillet 2008, l'impact des groupes suivants a été particulièrement défavorable sur l'écart d'inflation global par rapport à la zone euro: «Electricité, gaz et autres combustibles», «Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «Protection sociale», «Adduction d'eau et autres services relatifs au logement», «Produits alimentaires³», «Restaurants et débits de boissons» et «Tabac». En revanche, les groupes suivants ont eu un impact prononcé à la baisse sur le différentiel d'inflation global par rapport à la zone euro: «Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)», «Voyages à forfait», «Services de transport», «Enseignement», «Assurances», «Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical», «Equipements de téléphone et de télécopie», «Biens et services pour l'entretien courant de l'habitation» et «Boissons non alcoolisées».

En ce qui concerne les pays limitrophes, le classement des groupes dont l'impact à la hausse a été considérable est le suivant: «Electricité, gaz et autres combustibles», «Protection sociale», «Adduction d'eau et autres services relatifs au logement», «Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «Restaurants et débits de boissons» et «Produits alimentaires».

Contributions aux écarts d'inflation moyens par groupes de produits et pour l'indice global (juillet 2007 à juillet 2008, en points de pourcentage)⁴

Indices global groupes de produits	Zone euro	Pays limitrophes
Indice global	0,2	0,2
Contributions:		
Electricité, gaz et autres combustibles	0,19	0,11
Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques	0,09	0,08
Protection sociale	0,09	0,10
Adduction d'eau et autres services relatifs au logement	0,09	0,09
Produits alimentaires	0,03	0,03
Restaurants et débits de boissons	0,03	0,08
Tabac	0,02	0,01
Achats de véhicules	0,02	-0,07
Services de téléphone et de télécopie	0,01	0,01
Soins personnels	0,01	0,02
Loyers d'habitation réels	0,01	0,02
Appareils de chauffage et de cuisine, réfrigérateurs, machines à laver et autres gros appareils ménagers, y compris accessoires et réparations	0,01	0,01
Autres articles et équipement de loisirs, jardins et animaux d'agrément	0,01	0,01
Meubles, articles d'ameublement, tapis et autres revêtements de sol et réparations	0,00	0,02
Effets personnels n.d.a.	0,00	0,01
Services financiers n.d.a.	0,00	0,01
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	0,00	0,01
Services d'hébergement	0,00	0,00
Autres biens durables importants pour les loisirs et la culture	0,00	0,00
Articles de ménage en textiles	0,00	0,00
Boissons alcoolisées	0,00	0,01
Services hospitaliers	-0,01	0,00
Outillage pour la maison et le jardin	-0,01	0,00
Services de consultation externe (médical)	-0,01	0,00
Services postaux	-0,01	0,00
Articles chaussants, y compris les réparations	-0,01	-0,01
Entretien et réparations courantes du logement	-0,01	-0,01
Autres services n.d.a.	-0,01	0,00
Presse, librairie et papeterie	-0,01	-0,01
Services récréatifs et culturels	-0,01	0,00
Articles d'habillement	-0,02	0,00
Boissons non alcoolisées	-0,02	-0,02

³ Ce groupe ne comprend pas les «Boissons non alcoolisées», les «Boissons alcoolisées» et le «Tabac» qui sont repris dans des groupes distincts.

⁴ Un chiffre positif (négatif) signifie un différentiel défavorable (favorable) au Luxembourg.

Biens et services pour l'entretien courant de l'habitation	-0,02	0,01
Equipements de téléphone et de télécopie	-0,02	-0,02
Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical	-0,02	-0,04
Assurances	-0,03	-0,03
Enseignement	-0,04	-0,05
Services de transport	-0,04	-0,03
Voyages à forfait	-0,04	-0,07
Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)	-0,07	-0,04

Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

La hausse de l'inflation n'a pas manqué de marquer les consommateurs. Aussi, le graphique suivant illustre que les perceptions d'inflation des ménages issues de l'enquête de la BCL auprès des consommateurs⁹ ont fortement augmenté depuis août 2007 pour atteindre de nouveaux records historiques. La flambée des prix de la composante «Alimentation et boissons non alcoolisées» semble avoir eu une incidence considérable sur les perceptions d'inflation des consommateurs depuis le second semestre 2007. Les anticipations qualitatives des consommateurs relatives aux douze prochains mois ont également affiché des niveaux historiquement élevés au cours de la période récente¹⁰.

Selon la dernière vague du sondage semestriel «Eurobaromètre» de la Commission européenne, qui a été menée de la fin mars à la fin avril 2008, 43% des personnes interrogées au Luxembourg sont d'avis que l'inflation est le problème le plus important auquel doit faire face notre pays actuellement, soit une hausse de 5 points de pourcentage par rapport à l'automne 2007, voire de 16 points de pourcentage par rapport au printemps 2007. Alors que l'inflation était déjà en automne 2007 le sujet de préoccupation le plus souvent mentionné par les répondants au Luxembourg, la focalisation de la préoccupation sur l'inflation s'est donc encore nettement renforcée durant la période subséquente.

Projections d'inflation

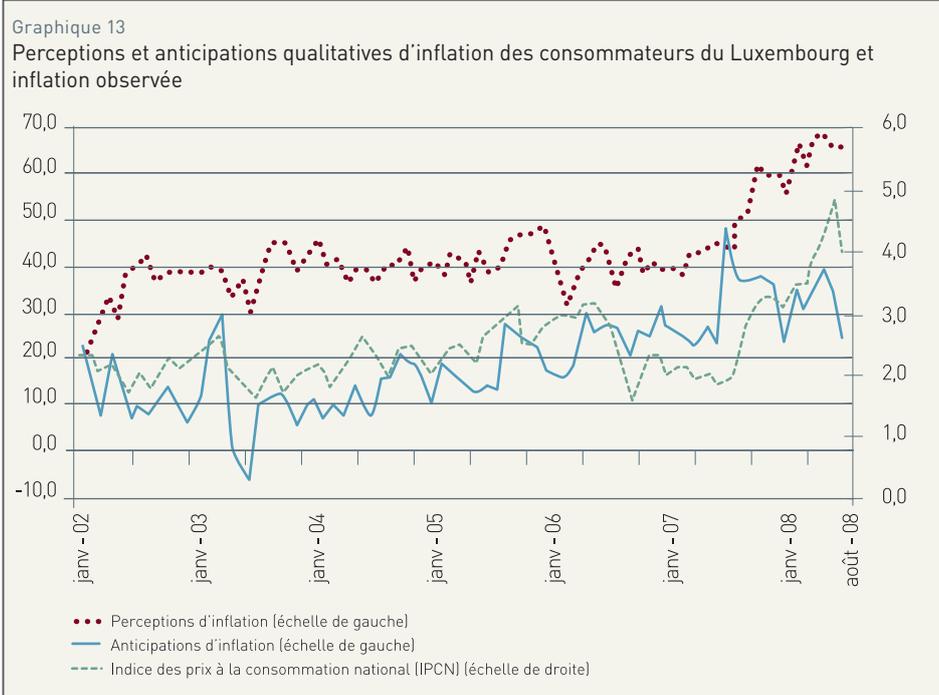
Hypothèses

Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,52 USD/EUR, soit un niveau légèrement inférieur par rapport à son niveau lors des projections datant de juin 2008¹¹. Le prix du pétrole Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 115\$/bl et les

9 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.

10 Pour une analyse plus détaillée des facteurs explicatifs des évolutions des perceptions et des anticipations d'inflation des consommateurs, le lecteur intéressé pourra utilement se reporter aux pages 30-32 du Rapport annuel de la BCL relatif à l'année 2007.

11 Voir BCL, Rapport annuel 2007, pp.34-37.



Source: BCL et STATEC

marchés à terme anticipent une légère reprise annuelle du prix à un niveau proche de 121\$/bl jusqu'en juin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar progresserait de 58% en 2008 par rapport à 2007. Au total, la légère dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine depuis les projections de juin 2008 conjuguée à un niveau du prix du pétrole marginalement plus bas entraîne que les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la baisse, en moyenne de 1,6%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2006	2007	2008	08-T1	08-T2	08-T3	08-T4	09-T1	09-T2
Prix du pétrole (brent) en \$	65,4	72,7	115,1	96,7	122,3	123,1	118,3	120,5	121,0
Taux de change \$/€	1,26	1,37	1,53	1,50	1,56	1,54	1,52	1,52	1,52
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	1,4	42,4	45,4	53,6	46,6	27,2	23,4	2,0

Source: BCL

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

En juillet, l'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est accélérée à des niveaux qui n'ont plus été observés depuis 2001. Le taux pour la version IPCN a été de 3,0%, son correspondant IPCH s'est élevé à 3,4%. Ces développements sont aussi légèrement supérieurs à nos projections précédentes. D'une part, le choc des prix des matières premières agricoles sur les prix des biens alimentaires traités s'est avéré plus persistant que prévu. Il s'est en plus propagé aux prix des biens alimentaires non traités tels que la viande. D'autre part, les prix du tabac ont connu une progression qui s'est située au-delà de celle qui figurait dans notre scénario de base. Ces prix progressent actuellement à un taux supérieur à 7% sur base annuelle, engendrant un impact non-négligeable sur l'évolution de l'IPCH.

Si l'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est récemment accélérée, elle pourrait néanmoins avoir atteint son sommet et baisserait donc au cours des prochains mois. Cette tendance favorable qui s'annonce est par contre exclusivement le résultat d'effets de base qui affectent la composante des biens alimentaires traités. Le début de l'impact du choc des prix des matières premières agricoles sur les prix des biens de consommation date de juillet 2007 et il disparaîtra donc graduellement du calcul des taux d'inflation annuels. Par conséquent, ceux-ci baisseraient de manière mécanique. Le scénario de base s'appuie aussi sur l'hypothèse que le choc des prix des matières premières agricoles ne se prolongerait pas au-delà de la mi-2008. Un indice composite de ces prix, reprenant entre autres le blé et le lait, indique une hausse des prix exprimés en euros de presque 50% entre le début 2007 et la mi-2008. Sur base des prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents, ces prix ne devraient progresser que graduellement au cours des prochains mois, impliquant que l'impact sur les prix à la consommation serait dorénavant limité.

Par contre, en sus de cet effet mécanique engendré par des effets de base favorables, d'autres facteurs inflationnistes sont présents dans l'économie et ils empêcheraient un repli plus rapide de l'inflation à l'exclusion de l'énergie. Les prix à la production industrielle, aussi bien au Luxembourg (voir sous 3.1.2) que dans la zone euro, se sont à nouveau accélérés, vraisemblablement dans le sillage de la hausse du prix du pétrole et des matières premières. Des tensions inflationnistes significatives en amont de la chaîne de production se répercuteront sans doute sur la composante des prix industriels non-énergétiques dont le taux d'inflation ne devrait guère baisser. Le scénario conjoncturel dans la zone euro a certes montré des signes de faiblesse au deuxième trimestre 2008. Mais il reste à voir si, à terme, le tassement de la demande pourra contrebalancer l'effet de la hausse des coûts, aboutissant ainsi en une contraction du

taux de marge. Des coûts d'ajustement des prix feront que cet effet hypothétique serait fort graduel. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est aussi susceptible de s'accélérer en 2008. Selon les dernières projections de la BCE, l'inflation dans la zone euro a été revue à la hausse et devrait s'établir entre 3,4% et 3,6% en 2008 et entre 2,3% et 2,9% en 2009 contre 2,1% en 2007.

L'inflation des services au Luxembourg caracole à un taux supérieur à 3% et devrait se maintenir à ce niveau élevé au cours des prochains mois. En dépit de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, l'échelle mobile des salaires évolue chaque mois, hormis quelques exceptions, à un taux annuel de 2,5% ce qui empêche un repli plus conséquent de l'inflation des prix des services¹².

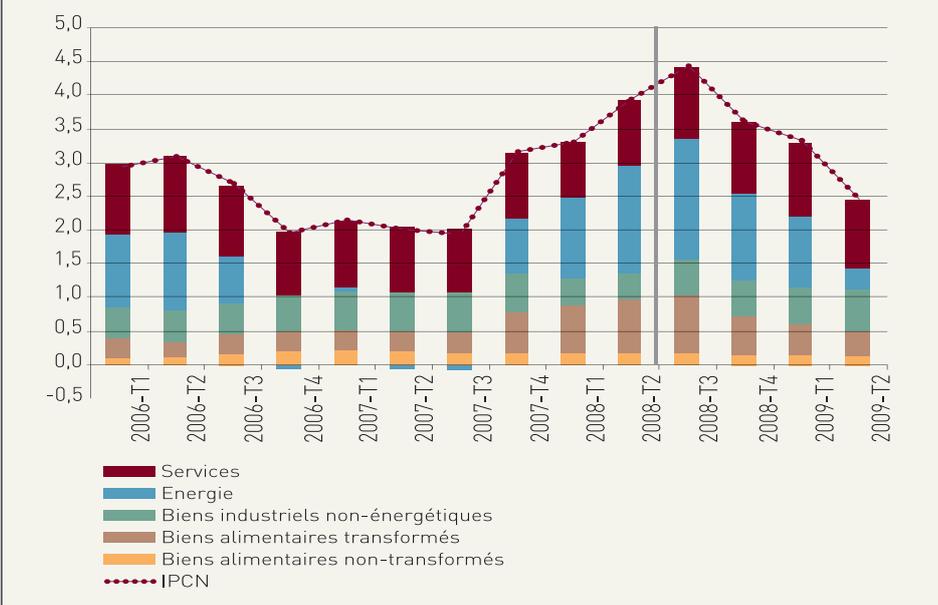
Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques pourrait avoir culminé à un taux de plus de 20% en juillet 2008. Les taux d'inflation énergétique baisseraient rapidement à partir d'août, pour s'approcher d'abord des 10% en fin d'année et ensuite de zéro vers la mi-2009. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale atteindrait aussi avec 1,8pp sur 4,5% son maximum au troisième trimestre de l'année 2008 (voir graphique). La baisse subséquente des taux d'inflation est pratiquement exclusivement due à des effets de base favorables eux-mêmes engendrés par les hypothèses relatives au prix du pétrole en euros. Par rapport à l'exercice de juin, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été légèrement 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 légèrement adapté à la hausse pour le deuxième semestre 2008. Cette révision s'explique largement par la prise en compte des erreurs de prévisions, émanant notamment du fait que le choc des prix des matières premières agricoles sur les prix à la consommation s'est avéré plus persistant qu'escompté. En moyenne, le taux d'inflation s'accroîtrait aussi au deuxième semestre 2008 et un repli n'est envisagé que pour le début de l'année 2009. Le recul serait toutefois graduel et les taux d'inflation se maintiendraient à un niveau relativement élevé.

Après un taux de 4,9% en juillet, l'inflation mesurée par l'IPC global a baissé à 4,0% en août. Des taux supérieurs ou égaux à 3% seraient aussi atteints jusqu'au début du deuxième trimestre 2009. En revanche, à la fin de l'horizon de projection, l'inflation pourrait s'approcher des 2%. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines entièrement dans des effets de base favorables qui émergent avec la dissipation simultanée des deux chocs

Graphique 14
Contributions à la croissance de l'IPC¹³



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

13 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.

Sources: STATEC, projections BCL

qui ont nourri l'inflation au cours des derniers mois. De plus, ce scénario présuppose aussi l'absence de chocs additionnels sur le pétrole ou sur les matières premières agricoles qui, autrement, prolongeraient davantage la période caractérisée par une inflation globale élevée.

Malgré la forte accélération de l'inflation globale, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait baisser en 2008 par rapport à 2007. D'une part, contrairement à ce qui s'est observé en 2007, les prix de l'électricité n'ont pas été ajustés en début d'année 2008. D'autre part, l'inflation des prix administrés à l'exclusion de l'électricité est également orientée à la baisse depuis quelques mois.

Tableau 4
Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2007	2008	2008 1 ^{er} sem.	2008 2 ^e sem.	2009 1 ^{er} sem.
IPCN	2,3	3,8 (0,2)	3,6 (0,1)	4,0 (0,3)	2,9 (0,2)
IPCN hors énergie	2,3	2,6 (0,2)	2,5 (-)	2,7 (0,3)	2,4 (0,1)
IPCH	2,7	4,6 (0,1)	4,5 (0,1)	4,7 (0,2)	3,2 (-0,1)
IPCH énergie	2,7	16,6 (-0,3)	16,7 (0,5)	16,5 (-0,9)	6,2 (-1,1)
IPCH hors énergie	2,7	3,0 (0,2)	2,9 (0,1)	3,1 (0,3)	2,7 (-)
Impact des mesures gouvernementales ¹⁴ sur l'IPCN en pp	0,8	0,4			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH en pp	1,2	0,9 (0,1)			

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 sera reporté à mars 2009. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévu pour le deuxième trimestre 2009. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63\$/bl, la hausse automatique des salaires serait postposée au 1^{er} janvier 2010, conformément à ces mêmes dispositions.

3.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle se sont considérablement accélérés au premier semestre de l'année 2008. Par rapport à la même période de l'année précédente, leur progression s'élevait à 6,6% ; rapportée à la fin de l'année 2007, elle était même de 6,9%. Ces développements signalent des tendances inflationnistes prononcées en amont de la chaîne de production. A l'instar de 2007, la progression des prix résulte d'une assise assez large, puisque ce sont à la fois les biens intermédiaires, les biens d'équipement et les prix de l'énergie qui affichent des hausses de prix supérieures à 5%. Les prix des biens de consommation ont connu une évolution plus modeste, mais ils s'affichent également en accélération régulière depuis la fin 2007.

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'en a guère été affectée.

14 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).

Tableau 5
Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

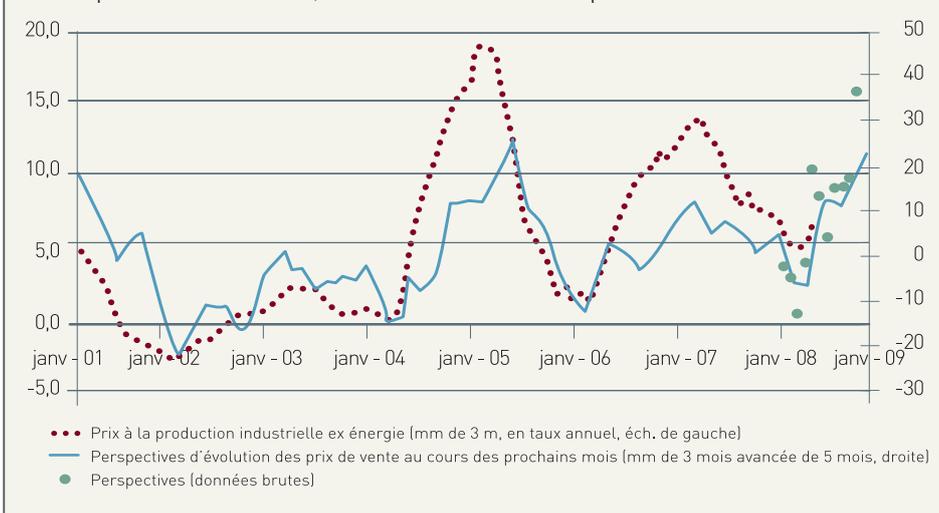
	2006	2007	2008-6 mois	2007-T4	2008-T1	2008-T2
Ensemble des produits industriels	7,7	9,1	6,6	1,7	1,8	3,6
Biens intermédiaires	8,8	12,5	6,8	2,4	1,2	4,4
Biens d'équipement	0,9	5,0	5,6	0,4	2,1	1,6
Biens de consommation	1,2	0,5	1,8	0,6	0,6	0,9
Energie	19,9	8,5	8,0	2,0	1,9	1,9

Source: STATEC

Le profil des taux de variation annuels de l'indice global s'est infléchi au début de l'année 2007 et l'inflation est retombée autour de 5% en avril 2008. Par la suite, la tendance s'est nettement renversée. Selon les enquêtes de conjoncture harmonisées, la forte ré-accélération de l'inflation pourrait aussi se poursuivre au cours des prochains mois, l'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix étant notamment orienté à la hausse depuis fin 2007 (voir graphique). En juillet 2008, avec l'envolée du prix du pétrole à plus de 140\$/bl, les perspectives de prix ont même bondi à un niveau qui n'a plus été observé au cours des dix dernières années, laissant présager une inflation annuelle nettement supérieure à 10%.

Graphique 15

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée¹⁵



3.2 L'INDUSTRIE

La stagnation de l'activité économique s'est poursuivie dans l'industrie. Lors des cinq 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 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 10% 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, d'autre part, 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 consom-

¹⁵ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

mation 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	2008-5 mois	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Valeur de la production	9,7	7,1	9,3	3,8	6,0	5,5
Chiffre d'affaires	14,7	4,9	3,6	4,8	-1,0	1,7
Production par jour ouvrable	2,4	0,3	0,0	-2,9	-0,8	-1,8
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,3	0,4	-0,1	-0,9	-0,1	-1,8
Biens intermédiaires (ppjo)	6,1	1,1	-2,9	-5,5	-3,8	-5,0
Biens d'équipement (ppjo)	1,3	12,2	12,0	16,7	9,9	8,0
Biens de consommation (ppjo)	-4,3	-6,3	-7,4	-9,6	-8,2	-4,7
Energie (ppjo)	-1,4	-4,3	10,7	6,8	14,2	7,8

Source: STATEC



Source: STATEC, calculs BCL

Dans l'ensemble et ceci depuis la mi-2006, l'évolution de l'activité économique dans l'industrie s'est avérée nettement inférieure à ce qu'avaient laissé préfigurer les enquêtes de conjoncture (voir graphique). Les enquêtes n'ont cessé de signaler une croissance au-dessus de la moyenne historique alors que la production effective a évolué nettement en-dessous de son régime normal.

L'indicateur de confiance basé sur les enquêtes mensuelles de conjoncture avait atteint son sommet en février 2007 pour baisser par la suite. Cependant, même si les chefs d'entreprises avaient légèrement tempéré leur optimisme, l'indicateur s'était maintenu au-delà de la moyenne historique tout au long de l'année 2007 ainsi qu'au début de l'année 2008.

Ceci pourrait indiquer que l'activité de l'économie réelle a été à ce stade peu affectée par les turbulences observées sur les marchés financiers puisque reflétant davantage les problèmes de la sphère financière de l'économie. En juin et juillet 2008 par contre, l'indicateur a chuté considérablement en-dessous de sa moyenne historique, renversant ainsi le scénario conjoncturel prévalant. Certes, le secteur manufacturier de la zone euro a aussi montré des signes de faiblesses. Mais les deux ont probablement sombré sous l'envolée du prix du pétrole à plus de 140\$/bl, une dynamique qui risquait de provoquer un ralentissement général de l'économie mondiale. Si tel a été le cas, le sentiment de confiance des industriels pourrait se rétablir prochainement dans le sillage d'un prix du pétrole qui s'est à nouveau replié vers les 110\$/bl.

16 Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

3.3 LA CONSTRUCTION

Les indicateurs conjoncturels dressent un bilan mitigé pour le secteur de la construction. Au cours des cinq 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 le bâtiment. En revanche, ces données sont sujettes à révision.

En ce qui concerne le bâtiment notamment, d'autres indicateurs à court terme ne valident guère ce scénario et ils pointent plutôt vers un dynamisme ininterrompu, voire croissant de la branche. L'évolution des permis de bâtir au cours des trimestres récents témoigne de la forte demande actuelle et potentielle pour les logements. La demande effective ressort vraisemblablement le mieux à travers l'évolution des crédits immobiliers. Au cours du premier semestre 2008, les nouveaux contrats de crédits immobiliers accordés à des ménages résidents sont en hausse de presque 20% sur base annuelle, donc à peu près au même rythme que l'année précédente. La hausse des taux hypothécaires, qui sont passés de 4,1% en moyenne en 2006 à 4,9% en début d'année 2008, est de nature à temporiser la demande à travers la hausse des charges mensuelles sur prêts à taux variables. Mais son impact semble pour le moins timide à l'heure actuelle. En revanche, le resserrement des conditions financières ne risque pas de passer inaperçu puisque les indicateurs traduisant les difficultés d'accès au logement ont déjà atteint des niveaux historiquement élevés¹⁷. Il s'avère aussi qu'un assouplissement des conditions d'attribution de crédits – afin de compenser l'effet de la hausse des taux hypothécaires – n'est guère envisageable, puisque les banques ont déjà agi en ce sens par le passé dans le cadre de la forte hausse des prix immobiliers ; de plus, l'enquête de la BCL sur le crédit bancaire indique que l'évolution dans les conditions d'attribution va plutôt dans le sens d'un renversement.

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

	2006	2007	2008-5 mois	2007-T3	2007-T4	2008-T1	2008-T2
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,8	6,7	-1,6	-4,9	9,0	-
Production par jour ouvrable -Total	2,4	1,4	-0,7	-3,2	-4,3	-2,3	-
Production par jour ouvrable -Bâtiment	2,3	0,3	-0,8	-3,9	-3,4	-2,7	-
Production par jour ouvrable -Génie civil	3,2	5,8	-0,6	-0,3	-8,3	-4,6	-
Permis de bâtir ¹⁸	-5,9	12,1	-	-9,4	25,5	-7,9	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	-	21,9	22,0	12,2	11,4
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	-	-0,4	43,5	16,7	21,5
Taux hypothécaires	4,1	4,7	-	4,9	4,9	4,9	4,9

Source: BCL, STATEC

¹⁷ Voir l'encadré aux pages suivantes

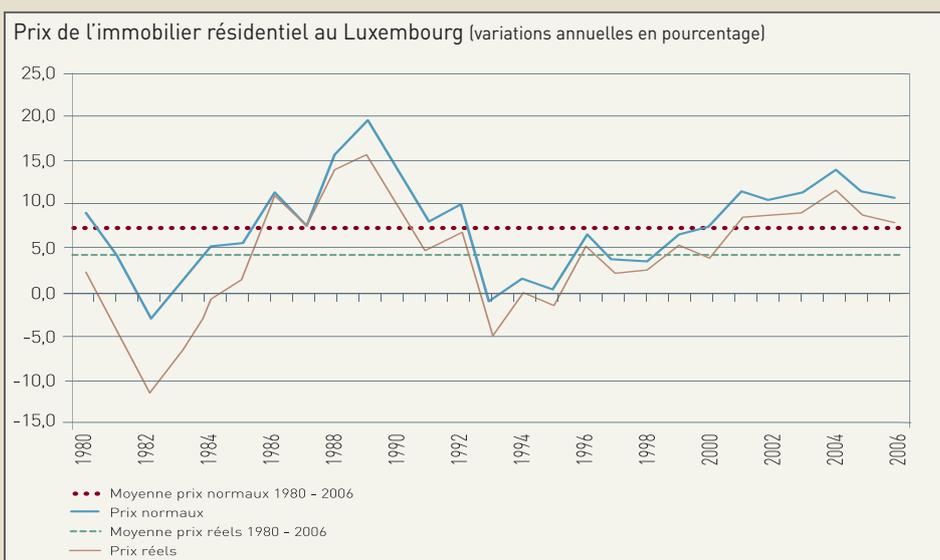
¹⁸ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

EVOLUTION DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL AU LUXEMBOURG

L'inflation des prix de l'immobilier résidentiel¹⁹ est demeurée à un niveau élevé en 2006, bien que se modérant par rapport aux deux années précédentes. En effet, les taux de progression des prix nominaux (réels²⁰) de l'immobilier résidentiel se sont établis à 10,9% (8,0%) en 2006, contre 11,5% (8,8%) en 2005 et 14,2% (11,7%) en 2004.

Le taux de progression réel pour 2006 calculé par la BCL contraste nettement avec le rythme moyen annuel établi sur base des indicateurs de «prix proposés à la vente» publiés par l'Observatoire de l'Habitat²¹. Pour 2006, ces indicateurs de l'Observatoire dépeignent en effet un accroissement annuel bien plus modique des prix réels des appartements et des maisons avec des taux de respectivement 3,4% et 5,4%.

Les divergences observées au niveau des évolutions décrites par les chiffres de l'Observatoire et ceux de la BCL, semblent être liées aux différences de méthodologies dans le calcul de ces indicateurs. La BCL utilise les prix de vente officiels publiés par le STATEC, contrairement à l'Observatoire qui se base sur les annonces immobilières qui recensent donc les prix «proposés à la vente» et non pas les prix effectifs des transactions.



Sources: Eurostat, calculs BCL

Le graphique ci-contre montre que les taux de progression nominaux et réels des prix de l'immobilier observés depuis 2001 se situent nettement au-dessus de leurs moyennes historiques calculées sur la période 1980-2006 qui ne sont que de 7,2% et de 4,1% respectivement en termes nominaux et réels. Néanmoins, le rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel a été encore plus élevé à la fin des années quatre-vingt.

En ce qui concerne la période la plus récente et qui n'est pas couverte par l'indice de la BCL,

l'indicateur de l'Observatoire de l'Habitat, qui est basé sur les annonces immobilières, fait état d'une modération du rythme de croissance des prix en 2007 et début 2008 (cf. tableau ci-dessous).

Indicateurs des prix proposés à la vente dans les annonces immobilières déflatés par l'IPCNI (en taux de variation annuel)

	2006Q1	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008 Q2
Appartements	3,9	3,6	3,1	3,3	2,1	0,5	2,1	1,3	1,2	-1,9
Maisons	5,0	7,1	3,9	5,5	1,3	-1,0	-0,1	-1,1	-2,7	-4,0

Source: Observatoire de l'Habitat

19 L'inflation des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg est mesurée ici à l'aide d'un indice construit par la BCL sur base de statistiques officielles relatives aux ventes publiées par le STATEC.

20 L'indice des prix à la consommation national a été utilisé.

21 L'indicateur trimestriel des prix proposés dans les annonces immobilières est élaboré par l'Observatoire à partir d'un relevé systématique, durant la 1^{re} semaine de chaque mois, des offres diffusées dans la presse quotidienne et spécialisée et sur internet. Chaque indicateur (pour les maisons et les appartements) est le résultat de l'agrégation d'indices élémentaires calculés par strate (nombre de chambres). Les prix utilisés pour ces calculs sont déflatés mois par mois à partir de l'indice des prix de la consommation national, après rejet des valeurs extrêmes et des doublons. Cet indicateur ne recense pas les prix effectifs des transactions mais simplement les prix de l'offre d'un logement sur le marché immobilier.

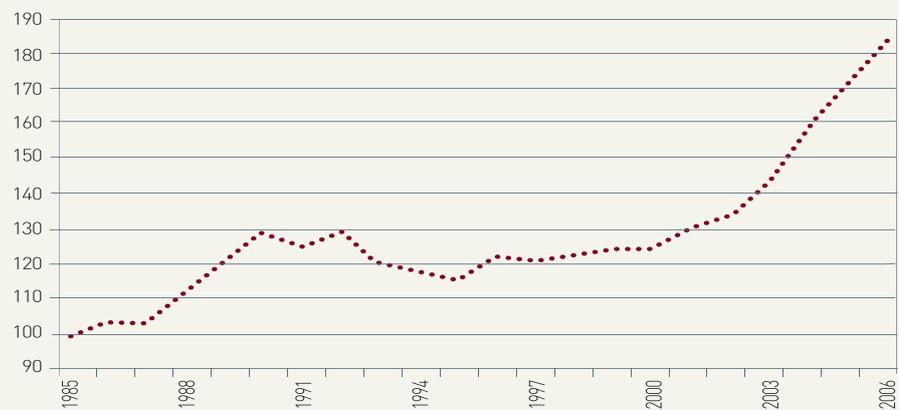
Depuis 2001, le taux de variation annuel des prix de l'immobilier résidentiel a continuellement dépassé la progression annuelle du revenu nominal disponible par tête²². Ainsi, après une période de relative stabilité au cours des années 1990, le ratio entre les prix de l'immobilier résidentiel et le revenu nominal disponible des ménages a fortement augmenté depuis 2001, suggérant que la capacité d'achat des ménages a diminué sur cette période (cf. graphique ci-dessous).

Selon une récente publication de l'Observatoire, le «taux d'effort», défini comme le ratio entre le coût du logement (remboursement d'un emprunt) et le revenu disponible d'un ménage, a augmenté de seulement 4,2 points pour les «nouveaux accédants²³» entre 1996 et 2006. En 2006, les «nouveaux accédants» auraient dépensé 26,4% de leur revenu disponible pour le remboursement d'un emprunt hypothécaire, contre 22,2% en 1996. Toujours selon l'Observatoire, la progression relativement limitée du «taux d'effort» dans le contexte de la flambée des prix observée au cours de la dernière décennie s'expliquerait par un changement dans le comportement des «nouveaux accédants». Les ménages substitueraient de plus en plus les appartements aux maisons et achèteraient des logements plus petits.

L'évolution du rapport entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers permet d'évaluer l'attraction relative du marché de la location par rapport à l'achat. Il peut aussi être considéré comme un indicateur approximatif du rendement d'un investissement immobilier et donc de la valorisation du marché de l'immobilier. Ce ratio s'est fortement accru depuis 2000 (cf. graphique ci-contre).

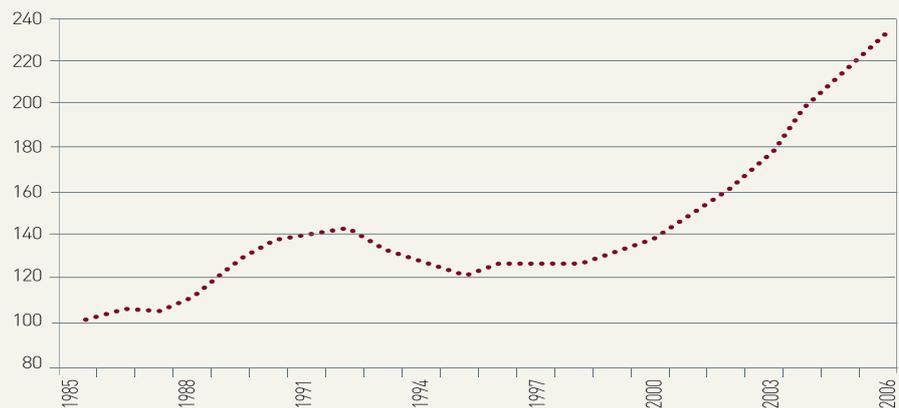
La hausse du ratio prix du logement/loyer au cours de la période récente est liée essentiellement à une forte augmentation des prix de l'immobilier, tandis que les loyers n'ont pas affiché de progression remarquable. Les loyers ont progressé de 2,5% en rythme annuel moyen sur la période 2000-2006. Par contre, les prix nominaux de l'immobilier résidentiel se sont inscrits en fort accroissement sur la même période, soit 11,1% en moyenne.

Ratio entre prix de l'immobilier résidentiel et revenu disponible par tête (1985 = 100)



Source: STATEC, calculs BCL

Ratio entre prix de l'immobilier résidentiel et loyers (1985 = 100)



Source: STATEC, calculs BCL

22 En l'absence de comptes financiers pour le Luxembourg, le revenu disponible est estimé par la BCL sur la base de données partielles disponibles.

23 Définis comme les ménages occupant leur logement depuis moins de 5 ans.

Les niveaux atteints par le ratio entre prix des logements et revenu disponible par tête et le ratio entre prix de l'immobilier résidentiel et loyers pourraient être considérés comme indicateurs de risques accrus d'une surévaluation du marché de l'immobilier résidentiel au cours des dernières années.

Le tableau suivant permet de comparer les taux de croissance des prix du logement dans plusieurs pays membres de l'OCDE.

Croissance annuelle des prix nominaux de l'immobilier résidentiel : comparaison internationale

	1996-2000	2001-2006	2004	2005	2006	2007	2007T3	2007T4	2008T1
Luxembourg	5,5	8,8	14,2	11,5	10,9				
Zone euro	3,4	5,3	7,5	7,7	6,5	4,5		4,0	
Allemagne	-0,5	-0,9	-1,9	-2,0	0,0	0,0	5,7	5,7	
France	3,4	7,9	15,2	15,3	12,1	6,6		4,8	
Italie	1,5	5,3	9,9	7,5	6,7	5,7	5,3	4,8	3,8
Espagne	5,2	10,4	18,3	14,6	10,0	5,5	-1,8	-6,0	-8,6
Irlande	20,7	15,8	11,6	11,8	13,4	1,0	4,9		
Pays-Bas	13,6	9,2	4,3	3,9	4,6	4,2			
Royaume-Uni	9,9	10,2	11,9	5,5	6,3	10,9			
Danemark	8,9	9,4	8,9	17,6	21,6	4,3			
Suède	7,4	8,0	9,3	9,0	12,2	10,2			
Suisse	-1,8	0,6	2,4	1,1	2,5	2,1			
Canada	1,7	5,7	9,4	10,0	11,2	11,0			
Australie	5,5	8,2	6,5	1,5	7,8	11,3			
Etat-Unis	4,7	6,6	9,6	11,7	8,0	2,7	1,9	-0,3	-2,9
Japon	-2,4	-3,6	-6,1	-4,8	-3,0				

Source: OCDE, BCE, STATEC, sources nationales, calculs BCL

Après la forte expansion enregistrée au Luxembourg au cours de la dernière décennie, la décélération du rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel observée depuis 2005 devrait continuer, sans pour autant devenir négatif en termes nominaux. Cette appréciation est également corroborée par des éléments qui sont décrits dans d'autres parties du présent Bulletin, comme l'expansion future de l'offre liée à l'évolution dynamique des permis de bâtir. En outre, la hausse des taux hypothécaires devrait modérer la demande.

3.4 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 trimestre 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 n'a pas fléchi et que la dynamique des salaires est également restée élevée, malgré la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Certes, le ralentissement dans la zone euro, tel qu'il se dessine pour le deuxième trimestre 2008, risque d'affecter les perspectives d'emploi dans les secteurs orientés à l'exportation.

Par contre, l'évolution du chiffre d'affaires dans les autres secteurs de services constitue 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 début de l'année 2008, ces chiffres d'affaires sont en accélération, à

la fois dans l'hôtellerie, le transport et les postes et télécommunications. Seules les activités informatiques font face à un repli modéré de leur chiffre d'affaires.

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

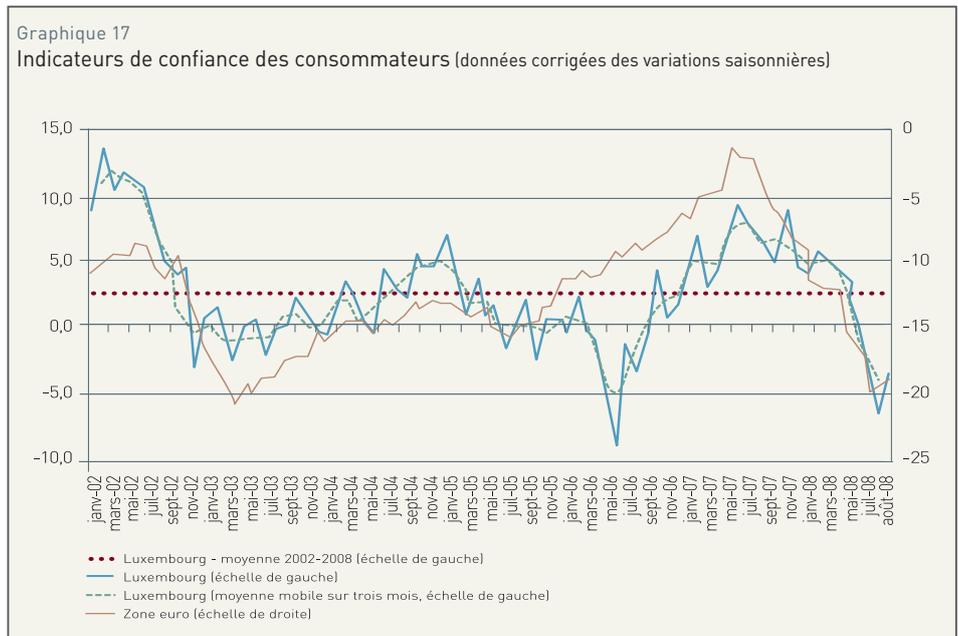
	2006	2007	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1	2008-T2
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	-8,7	5,4	11,4	-6,5	10,7
Commerce - total	11,0	9,5	3,3	9,0	16,6	20,7	
Commerce et réparation automobile	5,6	-3,1	-8,3	-0,3	-0,5	1,2	
Commerce de gros	10,7	10,1	4,4	9,9	19,7	30,4	
Commerce de détail	17,1	19,6	12,5	14,9	24,8	13,2	
Commerce de détail (corrige de l'effet des ventes par correspondance)	5,9	3,7	3,1	3,0	4,3	5,5	
Hôtels et restaurants	1,8	3,4	3,3	3,9	7,3	6,8	
Transport - total	8,6	-0,9	15,5	-5,3	-7,1	13,8	
Postes et télécommunications	14,0	9,2	8,3	17,6	6,6	26,6	
Activités informatiques	13,8	7,5	2,9	3,8	21,2	-3,4	
Services fournis principalement aux entreprises	68,8	-58,2	-64,3	-67,8	-59,4	-55,0	

Source: Statec

3.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Un affaiblissement progressif de la confiance des consommateurs²⁴ du Luxembourg a été enregistré depuis le second semestre 2007. Cette évolution reflète vraisemblablement les turbulences sur les marchés financiers et la hausse de l'inflation. L'indicateur de confiance a affiché depuis mai 2008 des valeurs nettement en deçà de sa moyenne de long terme (cf graphique). Cependant, cet indicateur a reculé un peu moins au Luxembourg depuis l'été 2007, que dans l'ensemble de la zone euro.

S'il s'est manifesté dans toutes les composantes, le recul observé depuis la mi-2007 est en grande partie imputable à la forte dégradation des anticipations des consommateurs quant à la situation économique générale au Luxembourg (cf. tableau).



Sources: BCL et Commission européenne

24 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)

	Anticipations sur les douze prochains mois				
	Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargne des ménages
2006					
août	- 1	- 9	34	- 1	40
septembre	5	2	31	0	47
octobre	1	- 8	31	0	42
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

Source: BCL

Note: En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable.

3.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

3.6.1 L'emploi

Après s'être encore accélérée tout au long de l'année 2007, la croissance de l'emploi s'est stabilisée autour d'une progression annuelle soutenue de 5,3% au cours des sept premiers mois de 2008, suivant ainsi avec un retard le ralentissement de l'activité économique. L'emploi total a ainsi atteint 354 647 personnes occupant un emploi en juillet 2008. 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 juillet 2008.

Du côté des composantes de l'emploi total, la hausse de l'emploi salarié et celle de l'emploi indépendant se sont globalement stabilisées autour de 5,4% et de 2,6% respectivement, en moyenne au cours des sept premiers mois de 2008. Plus en détail, l'évolution de l'emploi salarié au cours des quatre premiers mois de 2008²⁵ s'explique essentiellement par la quasi-stabilisation de la croissance au sein du secteur des services principalement fournis aux entreprises (responsables de deux-cinquièmes de la croissance de l'emploi observée)

²⁵ La décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi salarié n'est disponible que pour les quatre premiers mois de 2008.

ainsi qu'au sein des secteurs de la construction et des transports et télécommunications (responsables d'un dixième de la croissance de l'emploi).

Par ailleurs, tant la croissance de l'emploi national que celle de l'emploi frontalier se sont inscrites dans ce schéma de stabilisation de la croissance pour finalement afficher respectivement 3,2% et 8,2% en moyenne au cours des sept mois sous revue. Plus en détail, le nombre de travailleurs frontaliers est sur le point de franchir le seuil de 150 000 personnes en juillet 2008 (148 166 plus précisément). Leur poids dans les nouveaux emplois créés et dans l'emploi total au cours des sept premiers mois de l'année 2008 est demeuré quasi-stable: ils représentaient respectivement deux tiers des nouveaux emplois et deux cinquièmes de l'emploi total. Par conséquent, l'emploi national, qui s'élève à 216 516 personnes en juillet 2008, voit aussi sa part se stabiliser dans les créations d'emplois.

En ce qui concerne les perspectives pour 2008, une attitude réservée semble toujours justifiée, en particulier à partir du second semestre car le ralentissement de la conjoncture qui se dessine depuis 2007 et qui a déjà provoqué un plafonnement de la croissance de l'emploi au cours des sept premiers mois de 2008 pourrait à terme conduire à un infléchissement de la progression de l'emploi.

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	0,0	3,9	6,7	2,0	2,2	4,4%	4,4%	6,3%	4,7%
2007	4,6	1,7	4,5	7,9	2,2	2,2	4,4%	4,4%	6,1%	4,1%
2007T4	5,1	2,1	4,9	8,3	2,7	2,4	4,4%	4,3%	5,9%	4,0%
2008T1	5,4	2,6	5,3	8,3	3,2	2,8	4,4%	4,2%	5,9%	4,0%
2008T2	5,4	2,7	5,3	8,1	3,3	3,2	4,1%	4,3%	5,5%	4,1%
avr.-08	5,4	2,8	5,2	8,0	3,3	3,1	4,2%	4,3%	5,7%	4,0%
mai-08	5,5	2,7	5,3	8,1	3,3	3,2	4,1%	4,3%	5,5%	4,1%
juin-08	5,5	2,6	5,3	8,2	3,2	3,2	4,0%	4,4%	5,4%	4,1%
juil.-08	5,5	2,3	5,3	8,1	3,2	3,3	4,1%	4,4%	5,4%	n.d

Sources: IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

* Les données concernant l'emploi de mai à juillet 2008 sont des estimations

3.6.2 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 sept premiers mois de 2008 présentent un changement de tendance. De fait, bien que le taux de chômage au sens «strict» non-ajusté pour les variations saisonnières ait baissé au cours du premier semestre de 2008 (de 4,6% à 4,0% entre janvier et juin 2008) puis augmenté en juillet 2008 (à 4,1%), le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières a quant à lui augmenté graduellement tout au long des sept premiers mois de 2008 (de 4,2% à 4,4% entre janvier et juillet 2008). Plus encore, si l'on exclut les demandeurs d'emploi handicapés²⁶ et les demandeurs d'emploi à capacité de travail réduite²⁷ qui sont inscrits dans les statistiques du chômage pour des raisons administratives, le taux de chômage désaisonnalisé a également affiché une hausse au cours des sept premiers mois de 2008, ce qui

26 Il s'agit des STH, c'est-à-dire de l'ensemble des demandeurs d'emploi inscrits auprès de l'ADEM présentant une diminution de leur capacité de travail de 30 % au moins et qui sont reconnus aptes à exercer un emploi salarié sur le marché du travail ordinaire ou dans un atelier protégé y compris un certain nombre de personnes bénéficiant également d'une décision de reclassement externe.

27 Il s'agit des CTR, c'est-à-dire de l'ensemble des travailleurs à capacité de travail réduite bénéficiaires d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des travailleurs incapables à exercer leur dernier poste de travail en application des dispositions L. 551-1. et suivantes du Code du travail y compris un certain nombre de personnes

dénote une détérioration de la situation de fond. 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 hausse observée du 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 sept premiers mois de 2008. En effet, les groupes affectés par un chômage élevé, à savoir les chômeurs disposant d'un niveau d'éducation inférieur, les chômeurs de plus de 50 ans ainsi que les chômeurs de longue durée (plus de 12 mois) ont tous enregistré une hausse de leur part relative dans l'ensemble de la population au chômage. Désormais, au cours des sept premiers mois de 2008, 22% des chômeurs sont âgés de plus de 51 ans et plus de la moitié (53%) 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 du nombre de chômeurs indemnisés. Ces derniers représentent désormais moins de la moitié des chômeurs (49% au cours de la période sous revue). Un point positif ressort toutefois, la baisse après six années de hausse du nombre de jeunes de moins de 26 ans au chômage (il est passé de 1780 à 1492 jeunes chômeurs entre janvier et juillet 2008).

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation continue son recul tout au long des sept premiers mois de 2008 (5,4% en juillet 2008 ou 12 269 personnes). Cette évolution s'explique à la fois par la baisse de la composante «stricte» de ce taux de chômage non désaisonnalisé ainsi que par la diminution du nombre de mesures spéciales pour l'emploi entre janvier et juillet 2008 (de 3 318 à 2 999 personnes en mesures). Soulignons que les trois mesures de réinsertion CATPR²⁸, CATPU²⁹ et SIE³⁰ ont été progressivement remplacées par le CAE³¹ et le CIE³². Ces deux dernières mesures visent à fournir aux jeunes une formation afin de favoriser leur insertion dans le marché du travail. En outre, l'ensemble des autres mesures pour l'emploi a affiché une progression annuelle globale de 5% au cours des sept premiers mois de 2008. Soulignons que la progression annuelle substantielle du nombre de personne en mesures MT³³ de 25% au cours de la période sous revue est particulièrement intéressante puisque cette mesure est l'une des plus efficaces à court et long terme pour la réinsertion dans un poste d'emploi normal³⁴.

3.6.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est modérée à 3,5% en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2008 (après 4,6% l'année précédente à la même période). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que c'est la moindre contribution de l'indexation (1,3pp au cours des quatre premiers mois de 2008 après 2,5pp l'année précédente à la même période) qui est à l'origine de cette évolution, la contribution des «autres composantes» étant demeurée quasi-stable (2,2pp au cours des quatre premiers mois de 2008 après 2,1pp l'année précédente à la même période). Cette stabilisation de la part contributive des «autres composantes» pourrait être liée à la croissance de l'emploi qui, en dépit de son plafonnement, est toujours particulièrement robuste et qui aurait ainsi soutenu la contribution des salaires négociés.

28 CAT PR: Contrat d'Auxiliaire Temporaire du secteur privé

29 CAT PU: Contrat d'Auxiliaire Temporaire du secteur public

30 SIE: Stage d'Insertion en Entreprise

31 CAE: Contrat appui-emploi – pour jeunes demandeurs d'emploi de moins de trente ans accomplis recevant une initiation et/ou une formation pratique et théorique en vue d'augmenter leurs compétences et faciliter leur intégration sur le marché du travail.

32 CIE: Contrat d'initiation-emploi - pour jeunes demandeurs d'emploi de moins de trente ans accomplis recevant une formation pratique facilitant l'intégration sur le marché du travail.

33 MT: Mise au Travail qui se caractérise par une occupation à des travaux d'utilité publique de demandeurs d'emploi indemnisés.

34 Brosius J., Clément F. et M. Zanardelli; Evaluation de l'efficacité des mesures en faveur de l'emploi au Luxembourg, CEPS, octobre 2006.

Tableau 11

Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne dans l'optique de l'indicateur de l'IGSS

		2004	2005	2006	2007	2007 - quatre mois	2008 - quatre mois
Contribution à la croissance en points de pourcentage	Indexation	2,1	2,5	2,1	2,3	2,5	1,3
	Autres composantes	1	1	1,4	1,6	2,1	2,2
Variation annuelle en %	Coût salarial total	3,1	3,5	3,5	3,8	4,6	3,5

Source: IGSS

3.7 LE SECTEUR FINANCIER

Dans son ensemble le secteur financier luxembourgeois a bien résisté à la crise de l'immobilier américain et de ses conséquences tant sur les marchés financiers internationaux que sur la situation macroéconomique dans les principales zones économiques.

Bien que son impact sur le secteur financier luxembourgeois soit indéniable, ce dernier semble nettement moins sévère que ceux observés dans d'autres centres financiers internationaux. La bonne tenue de la place financière luxembourgeois s'explique tant par le développement de l'industrie des OPC que celui des activités bancaires.

Le développement des organismes de placement collectif luxembourgeois se confirme notamment par le rythme accru de la création de nouvelles entités ainsi que l'apport net en capital, bien que moins important qu'au cours des dernières années. Cette évolution favorable n'est entachée que par l'évaluation moindre des actifs sous gestion en raison des turbulences des marchés boursiers internationaux.

Les banques luxembourgeoises, quant à elles, affichent de bons résultats semestriels; en effet, ces derniers se situent pratiquement au même niveau que ceux de l'année record 2006. Ce maintien du niveau des résultats, en dépit d'un léger recul du solde net sur commissions, s'explique notamment par la croissance importante de la marge sur intérêts. Cette dernière résulte essentiellement de l'excellente situation de liquidité des banques qui leur a permis de profiter des primes de risque payées par les intermédiaires financiers au cours des premiers mois de l'année ainsi que d'une diversification accrue des activités. Dans ce contexte on notera que divers groupes internationaux, dont en particulier les banques allemandes, concentrent une partie de leur activité de crédit à Luxembourg permettant ainsi aux entités luxembourgeoises d'améliorer leurs revenus d'intérêts.

Finalement, on notera également que la création nette d'emplois dans le secteur financier se stabilise à un niveau remarquable. Ce développement trouve en partie ses origines dans les facteurs précités tels que la reprise de l'activité crédit dans les banques et le rythme encore soutenu de la création d'OPC luxembourgeois.

3.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'année 2008 a été caractérisée par une baisse nette du nombre d'établissements de crédit présent sur la place bancaire luxembourgeoise. Ainsi, au 31 juillet 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistré est de 153, soit une diminution de trois unités par rapport à la fin de l'année 2007. Dans le détail, le recensement arrêté au 31 juillet 2008 fait état d'une fermeture et de deux fusions pour l'année en cours.

Tableau 12
L'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg

	Constitution	Retrait	Remarque
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.

Source: BCL

Graphique 18
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. ont fusionné. Pour sa part, Banca Antonveneta S.p.A. a cessé ses activités 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.

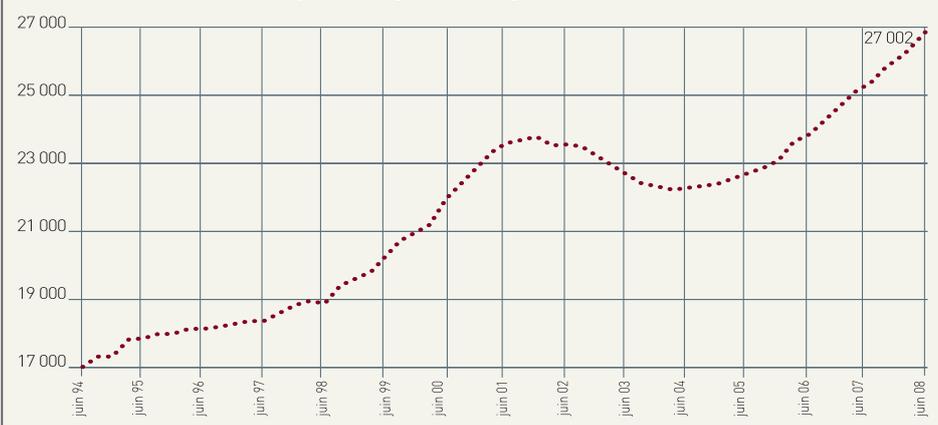
Par ailleurs, fin juillet 2008, on dénombrait 15 banques françaises, 14 belges, 12 suisses, 11 italiennes et 7 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 43 banques d'origine allemande, les banques de ces 6 pays représentent 66,7% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

3.7.2 L'effectif dans les établissements de crédit

Au 30 juin 2008, les banques luxembourgeoises employaient 27 002 personnes, contre 26 139 au 31 décembre 2007, ce qui représente une création nette de 863 emplois sur le premier semestre. Sur un an, le

secteur bancaire luxembourgeois a créé 1 583 emplois, générant ainsi une progression de l'emploi de 6,2%. Cette tendance à l'accroissement des effectifs est observable depuis le premier semestre 2004, avec une nette accélération à partir de 2006. Les informations prises par la Banque centrale du Luxembourg auprès des banques luxembourgeoises indiquent que la très bonne tenue de l'emploi bancaire est en grande partie liée à la progression des activités de banque dépositaire. De manière plus marginale, la mise en place technique des nouvelles normes comptables

Graphique 19
Evolution de l'effectif des banques entre juin 1994 et juin 2008.



Source: BCL

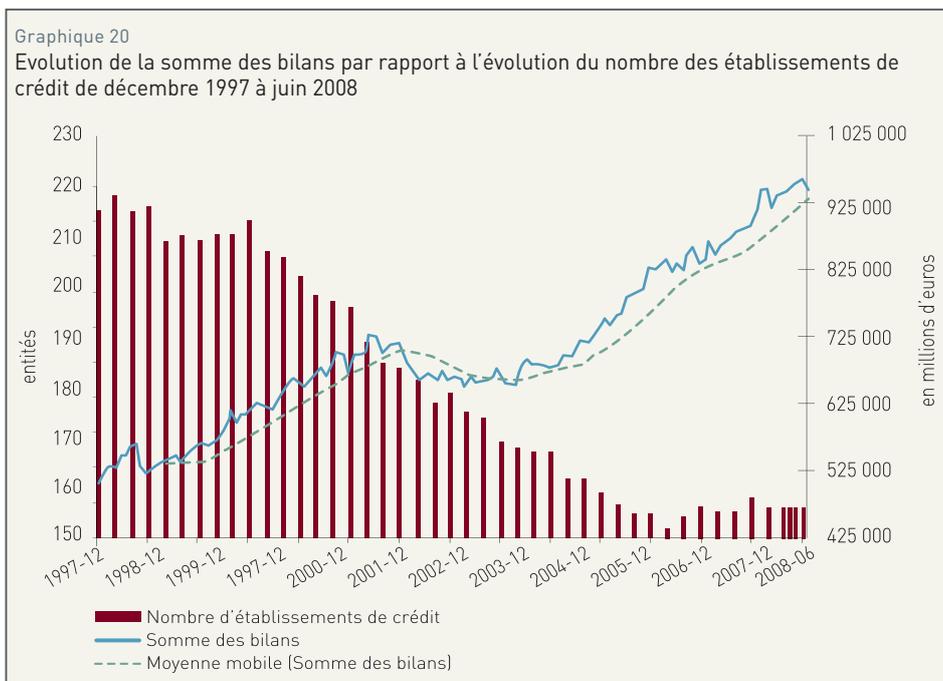
IAS/IFRS a également nécessité le recours à une main d'œuvre qualifiée plus nombreuse. Il convient cependant de rester prudent dans la mesure où le risque de prolongement de la crise financière actuelle, ainsi que sa contagion à d'autres compartiments des marchés financiers, pourrait à terme peser sur l'emploi bancaire.

La décision prise à la fin du mois d'août par Banca Sella de supprimer 45 emplois en est l'illustration. Par ailleurs, il semble difficile à l'heure actuelle de déterminer l'impact en matière d'emplois du rachat de Dresdner Bank (459 emplois à Luxembourg) par Commerzbank (319 emplois). Au 9 Septembre, le groupe HSH Nordbank indique également son intention de supprimer 200 emplois en dehors d'Allemagne. Sans oublier le transfert annoncé mais non encore réalisé d'une part importante des activités de Clearstream Luxembourg vers la République tchèque.

3.7.3 Le bilan des établissements de crédit

En dépit d'une volatilité importante sur les marchés boursiers, des niveaux record des prix des matières premières, ainsi que du prolongement de la crise américaine des crédits «subprime», les banques luxembourgeoises ont continué de développer le volume de leurs activités au cours du premier semestre de l'année en cours. Ainsi, le premier trimestre de l'année 2008 s'est montré très prometteur avec un accroissement de la somme de bilan agrégée de 2,6% par rapport au 31 décembre 2007 pour atteindre 939 299 millions d'euros au 31 mars. Le second trimestre, quant à lui, a été marqué par un apaisement du taux de croissance qui s'est limité à 0,5% portant ainsi la somme agrégée des bilans à 943 555 millions d'euros au 30 juin 2008.

Sur base annuelle, c'est-à-dire de juin 2007 à juin 2008, la somme de bilan affiche un taux de croissance de 7,1%, soit un taux de croissance supérieur à la moyenne annuelle de 5,7% observée au cours des huit dernières années 2000-2007. En termes bruts, la somme de bilan agrégée s'est accrue de 62 573 millions d'euros entre juin 2007 et 2008.



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 la mi 2008. Une analyse plus approfondie permet de constater que la composition du bilan est dominée par les créances et les dettes interbancaires avec des poids relatifs respectifs de 50,6% et 49,9%.

Le raffermissement du volume d'activités, dont la mesure objective repose sur la somme des bilans des banques, s'est manifesté de manière différente au passif et à l'actif. A l'actif, on notera en premier lieu la progression des créances sur la clientèle et celle des créances interbancaires. Au passif, le renforcement de l'activité de refinancement passe en grande partie par les dettes interbancaires.

La structure et les composantes des bilans agrégés

Tableau 13

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		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
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

A l'actif, on notera surtout l'accroissement de 20,9% (36 473 millions d'euros) des créances sur la clientèle entre juin 2007 et juin 2008. Ainsi, le poids relatif des créances sur la clientèle a augmenté de 19,8% à 22,4% entre les 30 juin 2007 et 2008. Cette hausse confirme qu'un certain nombre de banques (dont surtout des banques allemandes) concentrent une partie de leur activité de crédit dans les entités luxembourgeoises du groupe, permettant ainsi une diversification accrue des activités des entités luxembourgeoises qui constituent une base essentielle pour garantir de bonnes performances à un moment où les activités de gestion d'actifs souffrent des effets des perturbations sur les marchés financiers. Notons finalement qu'au niveau trimestriel le taux de croissance des créances sur la clientèle est de 3,3% (6 795 millions d'euros) entre mars et juin.

Au cours des 12 derniers mois les créances interbancaires ont également fortement progressé, augmentant de 36 368 millions d'euros (+8,2%) pour s'élever à 477 293 millions d'euros au 30 juin 2008. En ce qui concerne les créances interbancaires, on notera qu'au cours des 9 derniers mois elles affichent des taux de croissance annuels nettement supérieurs au niveaux historiques; ce dynamisme résulte essentiellement de l'excellente situation de liquidité des banques luxembourgeoises qui leur a permis de profiter des primes de risque payées sur les marchés monétaires pour augmenter le volume des créances interbancaires et ainsi générer des marges accrues sur cette activité.

Finalement, seul le portefeuille titres s'est trouvé pénalisé par la mauvaise performance des marchés boursiers. Le volume du portefeuille de titres s'est contracté de 11 582 millions d'euros (4,8%) sur un an, dont 3 151 millions d'euros (1,4%) pour le seul deuxième trimestre 2008. Dans ce contexte, on notera que le portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe s'est contracté de 14 637 millions d'euros (-0,7%) alors que le portefeuille de valeurs mobilières à revenu variable s'est accru de 3 055 millions d'euros (1,5%). Les banques luxembourgeoises ont en effet continué d'acquérir des participations qui leur ont permis de générer des revenus de dividendes croissants au cours des dernières années. La baisse du volume du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe s'explique essentiellement par une évaluation moindre des titres; en effet, la quasi certitude qu'il n'y aura à court terme plus de baisses des taux d'intérêt ainsi que la montée des pressions inflationnistes ont lourdement pesé sur les prix des obligations.

Les autres actifs, quant à eux, ont progressé de 1 314 millions d'euros (+5,0%) sur un an alors qu'ils ont affiché une forte baisse de 5 595 millions d'euros (-16,8%) durant le deuxième trimestre 2008. Soulignons que les encours des autres actifs ont augmenté de 19,8% au premier trimestre 2008 suite à l'introduction des normes IAS/IFRS, qui imposent la comptabilisation des produits dérivés au bilan et non plus au hors bilan, comme cela était encore le cas en 2007. La baisse de l'encours, observée entre mars et juin

2008, trouve en premier lieu son origine dans la réduction des encours de produits dérivés, mais aussi, en deuxième lieu, dans la mise en place des normes IAS/IFRS; ces dernières ayant donné lieu à certaines moins values sur des produits dérivés.

Tableau 14

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif 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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 - 2008/06		2008/03 - 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	421 464	463 976	470 945	49 481	11,7	6 969	1,5	49,9
Dettes envers la clientèle	299 024	312 492	308 441	9 416	3,1	-4 051	-1,3	32,7
Dettes représentées par un titre	91 268	82 180	85 117	-6 151	-6,7	2 938	3,6	9,0
Autres passifs	69 225	80 651	79 052	9 826	14,2	-1 600	-2,0	8,4
Total du passif	880 982	939 299	943 555	62 573	7,1	4 256	0,5	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

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 leur encours progresse de 49 481 millions d'euros, atteignant 470 945 millions d'euros au 30 juin 2008, soit une croissance de 11,7% mesurée sur un an, particulièrement remarquable entre mars et juin 2008 avec 1,5% soit 6 969 millions d'euros. Dans ce contexte, on notera également que l'excédant de l'actif interbancaire s'est nettement comprimé au cours des 18 derniers mois et que les actifs et passifs interbancaires ont été pratiquement en équilibre fin mai 2008. Cette situation résulte essentiellement d'une croissance des passifs interbancaires nettement supérieure à celle des actifs interbancaires.

Les dettes envers la clientèle n'ont que modestement progressé (+3,1%) sur l'année écoulée. Au deuxième trimestre de l'année sous revue une baisse de 1,3% soit 4 051 millions d'euros s'observe même. La quasi totalité de cette baisse, qui est survenue au mois de juin 2008, s'est trouvée surcompensée par les dépôts interbancaires.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a baissé de 6,7% (6 151 millions d'euros) sur l'année écoulée pour se reprendre, en termes d'activités, au deuxième trimestre 2008 à hauteur de 3,6% (2 938 millions d'euros).

A la fin de juin 2008 les autres passifs des banques luxembourgeoises se chiffrent à 79 052 millions d'euros. Comme les autres actifs, les autres passifs sont également fortement influencés par les nouvelles normes d'IAS/IFRS. Un sursaut en janvier 2008 de 7 562 millions d'euros contribue au développement favorable de l'évolution annuelle de 14,2% (9 826 millions d'euros). Entre mars et juin de cette année la dite position qui représente 8,4% du total du bilan agrégé, s'est légèrement tassée de 2,0% (1 600 millions d'euros) sur le trimestre pour atteindre 79 052 millions d'euros au 30 juin 2008.

Sur base annuelle, le renforcement de l'activité est confirmé par l'analyse à partir de la somme moyenne de bilan par banque. A cet égard, le nombre d'établissements de crédit a trouvé un niveau de 155 unités au cours de juin 2007 pour se réduire légèrement à 154 unités, au 30 juin 2008. Parallèlement, le bilan moyen par banque est passé de 5 684 millions d'euros à 6 127 millions d'euros (+7,8%) au cours de la même période.

Finalement, on remarque une légère hausse de 480 millions d'euros (0,1%) par rapport au 30 juin 2008, la tendance pour juillet 2008 confirme le renforcement de la somme de bilans observé au premier trimestre 2008.

EVOLUTION DE LA SOMME DE BILAN AGRÉGÉE DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES ET DES BANQUES DE LA ZONE EURO

La comparaison de la somme de bilan agrégée des banques luxembourgeoises avec celle des banques de la zone euro révèle que le volume d'activités des banques luxembourgeoises progresse moins vite que celui des banques de la zone euro. En effet, face à une croissance annuelle moyenne de 6,2% entre 1999 et 2007 pour les banques luxembourgeoises, on notera une croissance moyenne pour la zone euro (élargie à la Grèce en 2001, la Slovaquie en 2007, Chypre et Malte en 2008) de 8,2%. On remarquera également que si l'on ne tient pas compte des différents élargissements, la croissance bilantaire de la zone euro (à 11 membres) ne dévie guère des 8,2%.

Dans ce contexte, on notera que sur l'ensemble de la période sous revue la croissance de la somme de bilan des banques luxembourgeoises, comme celle de nombreux autres Etats membres, affiche une plus grande volatilité que celle des banques de la zone euro. En effet, la croissance de la somme de bilan agrégée de la zone euro offre une courbe beaucoup plus lisse et harmonisée. Notons également qu'au niveau individuel des Etats membres, les taux de croissance sont fortement influencés par la structure des bilans, par l'évolution politique et par la date d'entrée dans la zone euro (par exemple, les pays qui ont rejoint la zone euro après l'année 2000 affichent une croissance plus importante que la zone euro). Cette comparaison ne prend pas en compte le risque, en particulier sur le côté actif, ni les aspects prudentielles, qui peuvent être estimés comme peu significatifs si l'on considère que les banques luxembourgeoises présentent un bilan traditionnellement marqué par l'importance des crédits et dépôts interbancaires.

Le graphique ci-dessus illustre l'évolution du taux de croissance de la somme de bilan agrégée du secteur bancaire luxembourgeois par rapport à la zone euro. Le recul des activités, observé en 2002 s'explique en grande partie par l'éclatement de

Croissance annuelle de la somme de bilan des établissements de crédits de Luxembourg en comparaison avec celles de la zone euro



Source: BCL

la bulle spéculative des marchés boursiers ainsi que par un environnement économique international défavorable ; ce ralentissement économique était déjà perceptible dès 2000, mais il ne s'est manifesté dans la somme de bilans des banques luxembourgeoises qu'avec un certain retard. A côté du ralentissement de l'activité interbancaire, ce sont également les activités crédit et dépôt avec la clientèle non résidente qui ont favorisé la baisse des activités de bilan. De plus, la crise des années 2001-2002 a également donné lieu à une perte de volume d'activités par la diminution du nombre d'établissements de crédit, à concurrence de douze unités, un certain nombre de groupes internationaux ayant reconsidéré leur présence au Luxembourg.

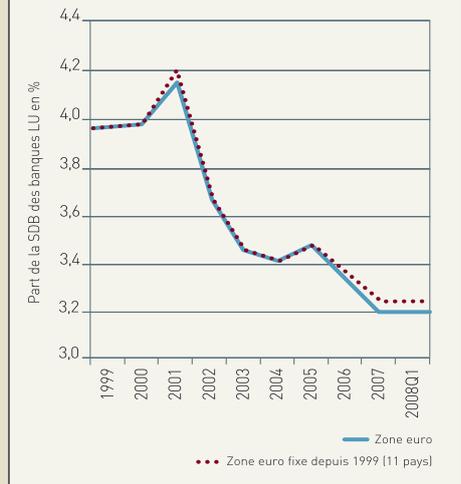
Des mesures de restructuration ont aidé à porter la croissance annuelle à 14,0% en 2005. Après cet envol, la croissance mesurée en 2006 et 2007 est demeurée forte avec une moyenne de 7,5%. Néanmoins, sur ces deux années, les banques de la zone euro voient leur activités en hausse de 11,8% (zone euro) et 11,7% (zone euro fixe depuis 1999, 11 pays) en moyenne.

Le premier trimestre 2008 fait ressortir une croissance annuelle de 9,1% pour les établissements de crédits luxembourgeois, bien que l'environnement économique soit devenu beaucoup plus sombre en raison, notamment, de la propagation de la crise américaine des crédits «subprime». Toutefois, dans le même temps, les banques de la zone euro ont affiché une croissance annuelle de 11,5% (zone euro) ou 10,8%, si l'on prend en compte la zone euro avec une composition

fixe depuis 1999, soit 11 pays.

Le graphique suivant montre l'évolution de la part de la somme de bilan des banques luxembourgeoises dans celles de la zone euro. Au début de la création de la zone euro, en 1999, la part du Luxembourg était de 3,9%, en 2001 un point haut était enregistré avec une part de 4,1% pour descendre ensuite quasi continuellement et atteindre au 31 mars 2008 un niveau de 3,2% de la zone euro (3,3% dans la composition fixe depuis 1999 à 11 pays).

Part de la somme de bilan des établissements de crédits à Luxembourg en comparaison avec celles de la zone euro



Source: BCL

Les crédits à la clientèle non-bancaire

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente se sont élevés à 68 481 millions d'euros au 30 juin 2008, contre 45 746 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance de 49,7%. Au cours du second trimestre de l'année sous revue, les crédits à la clientèle non bancaire affichent une progression de 8,6%, soit 5 408 millions d'euros.

Sur base annuelle, les crédits aux autres intermédiaires financiers sont en forte hausse de 17 863 millions d'euros (98,8%). Cette pousse s'explique à la fois par le développement en nombre des autres intermédiaires financières, promu par un cadre légal propice au développement des activités, par les incertitudes qui pèsent sur les marchés boursiers et par le manque de liquidité qui a provoqué un envol de la demande des autres intermédiaires financières tout au long de l'année écoulée. A la suite de la progression du volume des créances sur les autres intermédiaires financiers, qui s'est élevé à 35 948 millions d'euros en milieu d'année 2008, ces dernières représentent désormais plus de la moitié des crédits au secteur non bancaire résident (52,5%).

Avec un encours total de 17 230 millions d'euros au 30 juin 2008, les crédits aux ménages représentent 25,2% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Ces derniers ont affiché des progressions de 10,3% par rapport la situation au 30 juin 2007 et de 2,8% par rapport à celle observée fin mars 2008. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être fortement orientés vers les besoins de financement des projets immobiliers; en effet, 83,8% de crédits accordés aux ménages résidents sont destinés au financement immobilier.

Tableau 15

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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 628	1 767	1 792	164	10,1	25	1,4	2,6
Autres intermédiaires financiers	18 085	32 761	35 948	17 863	98,8	3 186	9,7	52,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	213	223	206	-7	-3,4	-17	-7,7	0,3
Sociétés non financières	10 205	11 564	13 306	3 101	30,4	1 742	15,1	19,4
Ménages & ISBLM	15 616	16 757	17 230	1 614	10,3	472	2,8	25,2
Crédits à la consommation	1 233	1 210	1 228	-6	-0,4	18	1,5	7,1
Crédits immobiliers	12 976	14 078	14 445	1 470	11,3	367	2,6	83,8
Autres crédits	1 407	1 470	1 557	150	10,7	87	5,9	9,0
Total	45 746	63 072	68 481	22 734	49,7	5 408	8,6	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 reste forte en raison notamment de l'étalement sur une longue période des tranches de financements dans le cadre des constructions neuves. Même si un tassement des encours des crédits immobiliers aux ménages (de 19 millions d'euros) avait pu être observé au mois d'avril 2008 la tendance s'est inversée en mai et en juin 2008 avec une progression cumulée de 367 millions d'euros, soit 2,6%. Ces derniers ont atteint un niveau de 14 445 millions d'euros à la fin du mois de juin 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 un impact négatif sur le niveau des volumes de crédits accordés aux ménages luxembourgeois.

Au cours des six premiers mois de l'année 2008, les établissements de crédit ont accordés en moyenne 238 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 supposer, sur base de l'encours, qu'une moyenne mensuelle de 223 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 6 millions d'euros (2,2%) 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 durant 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.

Dans le contexte de la bonne résilience de l'économie luxembourgeoise, le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 30,4% sur base annuelle, portant leur encours à 13 306 millions d'euros au 30 juin 2008. Cette tendance s'est encore accélérée au cours du deuxième trimestre 2008, avec une hausse de 15,1% (1 742 millions d'euros). La part relative des crédits aux sociétés non financières a atteint 19,4% de l'ensemble des crédits aux résidents au 30 juin 2008.

Les administrations publiques, quant à elles, étaient endettées auprès des banques à hauteur de 1 792 millions d'euros à la fin du premier semestre 2008, soit une croissance de 10,1% sur un an et de 1,4% entre la fin des premier et deuxième trimestres 2008. On notera encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent peu importants tant en volume, avec 206 millions d'euros d'encours au 30 juin 2008, qu'en termes relatifs, avec 0,3% 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 notamment par le biais d'encaissement de primes.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire se sont élevés à 83 207 millions d'euros au 30 juin 2008, contre 72 947 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance de 14,1%. La tendance à la hausse a également persisté au cours du deuxième trimestre 2008 avec une augmentation de 3,1%, soit 2 483 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 prise par les sociétés non financières dont le poids relatif est de 52,9% à la fin du premier semestre 2008. Leurs encours de crédits auprès des banques luxembourgeoises ont augmenté de 19,4% (7 153 millions d'euros) sur les douze derniers mois et de 4,3% entre mars et juin 2008. Toutefois, la période de juin 2007 à juin 2008 a également été marquée par une progression de 17,9% des crédits aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers avaient vu leurs besoins en crédits se tasser au cours du dernier trimestre 2007, période marquée par les incertitudes au niveau des marchés boursiers. Au cours des six premiers mois de l'année 2008, les crédits aux autres intermédiaires financiers ont augmenté de façon quasi continue pour atteindre un encours de 22 577 millions d'euros et un poids relatif de 27,1% au 30 juin 2008. On notera également que sur base annuelle la croissance de 39,0%, qui se trouve en partie contrariée par un tassement trimestriel de 8,6% des crédits au secteur des assurances et des fonds de pension entre mars et juin 2008. Le niveau de l'encours de ce secteur, comme celui des administrations publiques, est particulièrement volatil car composé d'un nombre limité d'acteurs. Au niveau des administrations publiques cette volatilité accompagne une tendance baissière sur un an. Leurs encours de crédit se sont ainsi trouvés réduits de 6,3% (213 millions d'euros) malgré une forte augmentation de 11,8% entre 31 mars et 30 juin 2008. Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro se sont réduits de l'ordre de 7,5% en variation annuelle en raison de la prédominance de la catégorie des autres crédits, dont l'encours a reculé de 11,5% (1 218 millions d'euros) sur un an. Cette forte baisse est quasi exclusivement due à une baisse survenue entre mars et juin 2008, soit durant une période d'incertitude sur les marchés qui a incité les investisseurs à adopter une attitude plus défensive au niveau de leurs investissements. Une compensation partielle s'est produite à travers l'augmentation des crédits à la consommation (+71,3%) ainsi que celle des crédits immobiliers (+29,4%) aux ménages résidents des autres pays de la zone euro; au deuxième trimestre 2008 ces derniers ont crû de respectivement 12,6% et 3,0%. Dans ce contexte, on notera que plusieurs banques luxembourgeoises développent des activités de crédits immobiliers à destination de leurs employés frontaliers, pour des biens situés dans la grande région, au delà des frontières du Luxembourg. Néanmoins, le volume des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro, n'atteint que 971 millions d'euros au 30 juin 2008. L'encours de crédits immobiliers transfrontaliers représentait ainsi 9,1% de l'encours de crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro au 30 juin 2008.

Tableau 16

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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	3 405	2 854	3 191	- 213	- 6,3	338	11,8	3,8
Autres intermédiaires financiers	19 151	20 786	22 577	3 426	17,9	1 791	8,6	27,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 965	2 988	2 730	766	39,0	- 258	- 8,6	3,3
Sociétés non financières	36 884	42 235	44 037	7 153	19,4	1 802	4,3	52,9
Ménages & ISBLM	11 543	11 862	10 671	- 871	- 7,5	- 1 190	- 10,0	12,8
Crédits à la consommation	176	268	302	126	71,3	34	12,6	2,8
Crédits immobiliers	750	942	971	221	29,4	28	3,0	9,1
Autres crédits	10 617	10 651	9 399	- 1 218	- 11,5	- 1 252	- 11,8	88,1
Total	72 947	80 725	83 207	10 260	14,1	2 483	3,1	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 6,2% entre juin 2007 et juin 2008, pour atteindre 59 474 millions d'euros au 30 juin 2008. La période entre mars et juin 2008 a néanmoins été marquée par une baisse de 1,8% (1 096 millions d'euros) de l'encours. Les crédits aux sociétés non financières ont baissé de 2,1% sur un an et de 16,9% (4 999 millions d'euros) entre mars et juin 2008, ces derniers représentaient 24 512 millions d'euros et un poids relatif de 41,2% de l'ensemble de crédits aux résidents du reste du monde.

Les autres intermédiaires financières ont fortement accru leurs crédits auprès des banques luxembourgeoises au cours du deuxième trimestre 2008 (3 714 millions d'euros, soit une hausse de 19,6%). Ces derniers représentaient 38,0% de l'ensemble des crédits sur les résidents du reste du monde, ce qui est considérable.

L'encours des crédits sur les ménages s'élevait à 6 454 millions d'euros au 30 juin 2008, soit un accroissement de 20,4% (1 095 millions d'euros) par rapport au 30 juin 2007. Les encours de crédits aux sociétés d'assurances restent très volatils, mais ne représentent que 1,0% de l'ensemble de cette catégorie de crédits des banques luxembourgeoises. Les crédits aux administrations publiques, pour lesquelles une hausse annuelle de 1 020 millions d'euros a pu être observée, ont un poids relatif de 8,9% des crédits aux résidents du reste du monde au 30 juin 2008.

Tableau 17

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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 290	4 991	5 310	1 020	23,8	319	6,4	8,9
Autres intermédiaires financiers	20 925	18 903	22 616	1 691	8,1	3 714	19,6	38,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	396	906	583	187	47,2	- 323	- 35,7	1,0
Sociétés non financières	25 026	29 511	24 512	- 515	- 2,1	- 4 999	- 16,9	41,2
Ménages & ISBLM	5 359	6 259	6 454	1 095	20,4	195	3,1	10,9
Total	55 995	60 570	59 474	3 479	6,2	- 1 096	- 1,8	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 dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 juin 2008, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 308 441 millions d'euros, soit une hausse de 9 416 millions d'euros (3,1%) par rapport à la même date de l'année précédente.

Les dépôts des résidents

Au 30 juin 2008, l'encours des dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 168 324 millions d'euros, soit 54,7% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 18

Dépôts de la clientèle non-bancaire résidente (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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 - 2008/06		2008/03 - 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	8 891	4 551	4 846	-4 045	-45,5	295	6,5	2,9
Secteur financier	109 839	124 690	123 115	13 276	12,1	-1 575	-1,3	73,1
Autres intermédiaires financiers	105 406	119 831	118 307	12 901	12,2	- 1 524	-1,3	70,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 433	4 859	4 808	374	8,4	-51	-1,1	2,9
Secteur non financier	38 264	39 701	40 363	2 099	5,5	662	1,7	24,0
Sociétés non financières	18 636	17 798	17 915	-721	-3,9	117	0,7	10,6
Ménages & ISBLM	19 628	21 904	22 449	2 820	14,4	545	2,5	13,3
Total	156 995	168 943	168 324	11 330	7,2	-619	-0,4	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 résulte des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings); leur encours total était de 118 307 millions d'euros, soit 70,3% du total des dépôts de 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. Néanmoins, le deuxième trimestre fait preuve d'un léger recul de 1,3%, qui peut être mis en relation avec la baisse de la VNI survenue au mois de juin 2008 qui a d'ailleurs été caractérisé par des rachats de parts d'OPC plus importants que les souscriptions.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent 13,3% du total des dépôts effectués par les résidents au 30 juin 2008, soit 22 449 millions d'euros. La croissance annuelle de 14,4% (2 820 millions 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 mars et juin cette clientèle a augmenté ses dépôts de 2,5%.

Pour leur part, sur un an, les sociétés non financières ont allégé de 3,9% leurs montants déposés, portant leurs encours à 17 915 millions d'euros au 30 juin 2008.

Alors que les dépôts des administrations publiques avaient reculé de 45,5% sur un an (4 045 millions d'euros), la tendance s'est inversée au deuxième trimestre 2008, avec une hausse de 295 millions d'euros (+6,5%). Les dépôts des administrations publiques auprès des banques luxembourgeoises représentent près du triple des crédits que ces dernières leur accordent (4 846 millions d'euros contre 1 792 millions d'euros).

Enfin, la clientèle résidente répartit ses dépôts, dont le volume total s'élève à 164 106 millions d'euros, en 46,5% de dépôts à vue et 53,5% de dépôts à terme. La raison pour laquelle la proportion de dépôts à vue de

la clientèle résidente reste largement supérieure à celle de la clientèle non-résidente s'explique essentiellement par plusieurs facteurs. D'une part, les dépôts à vue des autres intermédiaires financiers sont souvent bien rémunérés ce qui n'incite pas ces derniers à les placer transitoirement en dépôts à terme. De plus, ces intermédiaires financiers gardent souvent des excédents de liquidité qui doivent à tout moment être disponibles pour une affectation plus durable notamment par le biais de l'acquisition de titres. 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.

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 3,0% entre juin 2007 et juin 2008. Leurs encours s'élevaient à 75 266 millions d'euros à la fin du premier semestre de l'année 2008. Toutefois, entre mars et juin 2008 une forte contraction de 8,9% (7 317 millions d'euros) est à souligner. Cette diminution se reflète dans tous les secteurs des autres pays membres de la zone euro.

Les sociétés non financières, quant à elles, ont déposé 23 545 millions d'euros, soit 31,3 % du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro. Leurs dépôts se sont contractés de 9,6%, soit 2 498 millions d'euros sur un an. La perte d'activité s'est renforcée entre mars et juin 2008, puisque la réduction des montants déposés a atteint 17,3% (4 917 millions d'euros). Les ménages, quant à eux, ont déposé 26 036 millions d'euros auprès des banques luxembourgeoises, ce qui représente une augmentation de 7,3% (1 779 millions d'euros) au cours des 12 derniers mois écoulés. Cette tendance qui s'est atténuée au cours du deuxième trimestre 2008 avec une baisse de 1,3% (340 millions d'euros). Ce recul peut être perçu comme une réaction anticipée à l'augmentation de la retenue à la source de 15% à 20% (à.p.d. 1er juillet 2008) prévue par la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne (entrée en vigueur le 1er juillet 2005). Toutefois, il conviendra d'observer l'évolution du volume de ces dépôts au cours des mois à venir avant de pouvoir tirer des conclusions plus fermes sur l'impact de la hausse du taux de taxation ainsi survenue.

Les administrations publiques des autres pays membres de la zone euro sont marquées le faible nombre d'intervenants. Ce nombre réduit d'intervenants, ainsi que la diversité des échéances de dépôts causent une forte volatilité sous cette rubrique. Au cours de la période sous revue, leurs dépôts sont passés de 1 402 à 405 millions d'euros; cette baisse, qui porte leur poids relatif à un niveau marginal de 0,5% au 30 juin 2008, doit être vue à la lumière des besoins financiers accrus à un moment où les recettes fiscales sont au moins freinées à la suite du ralentissement de la croissance d'économique dans la zone euro.

Tableau 19

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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 402	694	405	-997	-71,2	-289	-41,6	0,5
Secteur financier	21 382	27 051	25 280	3 898	18,2	-1 772	-6,5	33,6
Autres intermédiaires financiers	16 370	19 361	19 091	2 721	16,6	-270	-1,4	25,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 012	7 690	6 188	1 176	23,5	-1 502	-19,5	8,2
Secteur non financier	50 300	54 838	49 581	-719	-1,4	-5 257	-9,6	65,9
Sociétés non financières	26 043	28 462	23 545	-2 498	-9,6	-4 917	-17,3	31,3
Ménages & ISBLM	24 257	26 376	26 036	1 779	7,3	-340	-1,3	34,6
Total	73 084	82 583	75 266	2 182	3,0	-7 317	-8,9	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des dépôts

À la fin du premier trimestre 2008, les résidents des autres pays membres de la zone euro ont reparti leurs dépôts à raison de 25,3% de dépôts à vue et 74,7% 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 5,9% entre juin 2007 et juin 2008 pour s'élever à 64 851 millions d'euros au 30 juin 2008. Cette tendance à la baisse s'est inversée au cours du deuxième trimestre 2008, où les dépôts des résidents du reste du monde ont affiché une augmentation de 6,4% (3 885 millions d'euros).

La position la plus importante, en termes de poids relatif (51,5% au 30 juin 2008), revient aux autres intermédiaires financiers avec un encours de 33 375 millions d'euros. Ces derniers sont le seul secteur affichant une augmentation des dépôts au deuxième trimestre 2008 (de l'ordre de 17,5%, soit 4 963 millions d'euros).

Notons la mauvaise tenue des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours est en baisse de 43,2%, ou 7 356 millions d'euros, durant la période allant de juin 2007 à juin 2008. Le deuxième trimestre 2008 a confirmé cette tendance avec une baisse de 760 millions d'euros (-7,3%). Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 17 413 millions d'euros à la fin de juin 2008, soit une hausse de 768 millions d'euros ou 4,6% sur base annuelle. Les dépôts des administrations publiques ainsi que ceux des sociétés d'assurance et des fonds de pensions ont évolué de manière favorable bien que très volatils. Notons, que ces contreparties ont un poids très faible dans cette statistique.

Tableau 20

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⁾
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 914	2 603	2 459	545	28,4	-144	-5,5	3,8
Secteur financier	33 342	30 430	35 291	1 948	5,8	4 860	16,0	54,4
Autres intermédiaires financiers	32 358	28 411	33 291	1 017	3,1	4 963	17,5	51,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	985	2 019	1 916	931	94,6	-103	-5,1	3,0
Secteur non financier	33 689	27 933	27 101	-6 588	-19,6	-832	-3,0	41,8
Sociétés non financières	17 044	10 448	9 688	-7 356	-43,2	-760	-7,3	14,9
Ménages & ISBLM	16 645	17 485	17 413	768	4,6	-72	-0,4	26,9
Total	68 946	60 966	64 851	-4 095	-5,9	3 885	6,4	100,0

Source: BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des dépôts

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

Au cours du premier semestre de l'année 2008, les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises ont affiché une tendance haussière. Celle-ci peut être expliquée par plusieurs facteurs: le niveau élevé des taux du marché à court terme, des conditions d'accès aux crédits plus restrictives et, bien entendu, les anticipations de la hausse de 25 points de base au 9 juillet 2008 du taux de refinancement de l'Eurosystème.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, s'est renchéri au cours du premier semestre 2008. Il atteint 5,03% au 30 juin 2008, contre 4,83% en décembre

2007, soit une progression de 20 points de base. L'activité a été très soutenue sur cette période avec une moyenne mensuelle de 207 millions d'euros de financements immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro. Après des moyennes mensuelles de 155 et 195 millions d'euros accordés en 2006 et 2007, la demande adressée aux banques luxembourgeoises reste forte.

Le premier semestre a également été marqué par une nette progression du coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans; celui-ci est passé de 6,29% en décembre 2007 à 6,35% en juin 2008. Traditionnellement, les taux d'intérêt observés sur la période février-mars sont fortement influencés par les conditions spécifiques des contrats conclus lors du festival de l'automobile notamment. Cependant, la hausse observée entre avril 2008 (5,70%) et juin 2008 (6,35%) est très élevée.

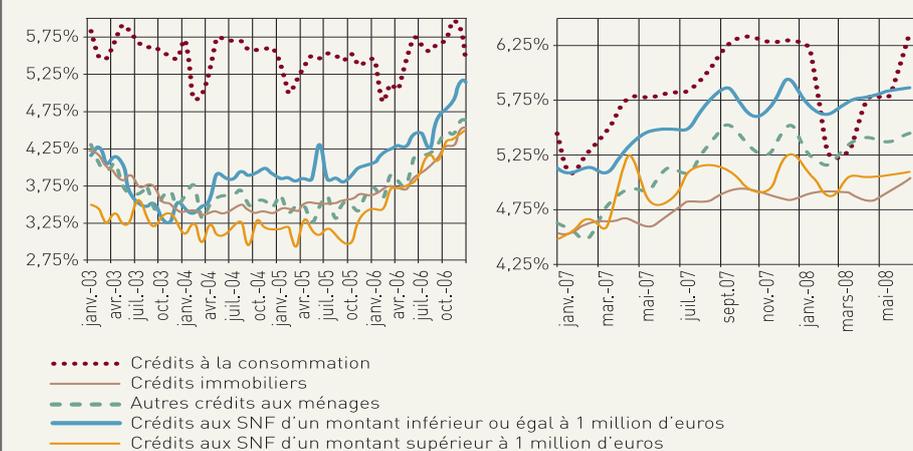
Le coût des autres crédits à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a également progressé au cours du premier semestre 2008. En observant l'évolution de ce taux depuis décembre 2007 (5,52%), cette affirmation peut sembler inexacte puisque le coût des autres crédits a atteint 5,45% en juin 2008, soit une baisse de sept points de base. Il convient cependant de prendre en considération le fait que la situation observée en fin d'année 2007 était exceptionnelle, car marquée par un niveau très élevé des taux du marché à court terme. Ainsi entre novembre et décembre 2007, le taux à trois mois a augmenté de 22 points de base pour ensuite diminuer de 38 points de base entre décembre 2007 et janvier 2008. Dans ce contexte, au 30 juin 2008 (5,45%), la catégorie des autres crédits affiche une hausse de 19 points de base par rapport au 30 novembre 2007 (5,26%) et de 20 points de base par rapport au 31 janvier 2008 (5,25%). Le volume mensuel moyen de crédits accordés sous cette catégorie était de 1 690 millions d'euros en 2008 contre 1 677 millions d'euros en 2007.

A l'instar des observations faites pour la catégorie des autres crédits, le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a affiché un niveau très élevé en décembre 2007. L'explication de ce phénomène tient également dans la forte progression des taux du marché à court terme sur cette période (en particulier de l'EURIBOR 3 mois). Ainsi, en apparence le taux relatif à cette catégorie de crédits s'est détendu de neuf points de base entre décembre 2007 (5,95%) et juin 2008 (5,86%). Néanmoins sur la période allant de janvier 2008 (5,69%) à juin 2008, c'est une hausse de 17 points de base qui est observée. Cette hausse est assez linéaire sur le semestre, sans afficher d'accélération particulière liée aux anticipations du resserrement monétaire de juillet.

En ce qui concerne la catégorie des crédits aux SNF d'un montant supérieur à un million d'euro, le même constat, bien que moins saillant, s'applique. Ainsi, le coût de ces derniers a diminué de 15 points de base entre décembre 2007 (5,25%) et juin 2008 (5,10%). Sur la période allant de janvier (5,10%) à juin 2008 leur coût est demeuré inchangé.

Le premier semestre 2008 a été marqué par une nette accélération du volume de nouveaux crédits accordés sur cette dernière catégorie, puisque celui-ci est passé d'une moyenne

Graphique 21
Evolution des taux débiteurs des banques luxembourgeoises sur les périodes janvier 2003 à décembre 2006 et janvier 2007 à juin 2008



Source: BCL

mensuelle de 8 623 millions d'euros en 2007 à une moyenne mensuelle de 12 988 millions d'euros au premier semestre 2008.

L'évolution des taux débiteurs offerts aux SNF, qu'il s'agisse des montants inférieurs ou supérieurs à un million d'euros, est assez erratique en raison de la mise en place occasionnelle de contrats de tailles importantes, accompagnée d'un pouvoir de négociation fort du taux d'intérêt, qui influencent le taux moyen.

La rémunération des dépôts des SNF est demeurée inchangée entre décembre 2007 et juin 2008 (4,07%), tandis que celle des dépôts des ménages progressait de 4,07% à 4,12% sur cette période. Malgré deux pics observés en janvier 2008 (9 714 millions d'euros) et avril 2008 (9 494), le volume de nouveaux dépôts à terme placés par les ménages est resté, au premier semestre 2008, proche des valeurs observées en fin d'année 2007. En revanche, en ce qui concerne les dépôts des SNF, un retrait assez significatif a pu être observé au premier semestre 2008. Ainsi le volume mensuel moyen de nouveaux dépôts des SNF était de 26 151 millions d'euros au premier semestre 2008 contre une moyenne mensuelle de 30 636 millions d'euros au quatrième trimestre 2007.

3.7.5 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

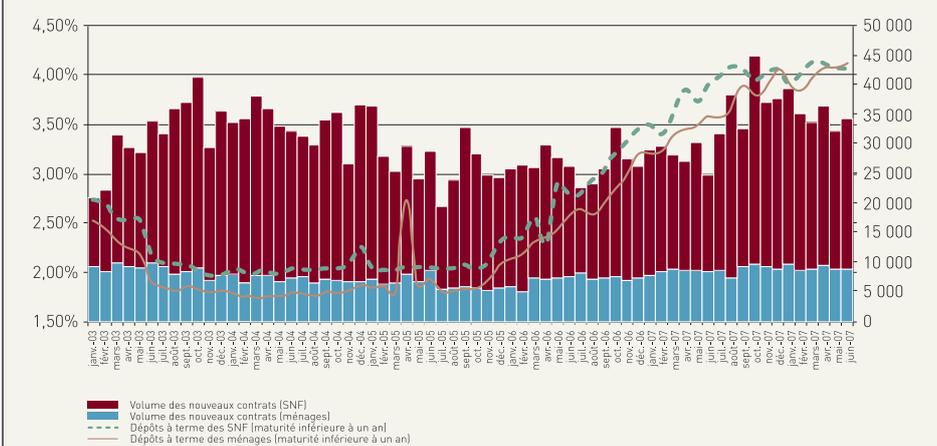
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux 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 deuxième trimestre 2008 ; comme pour les trois 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.

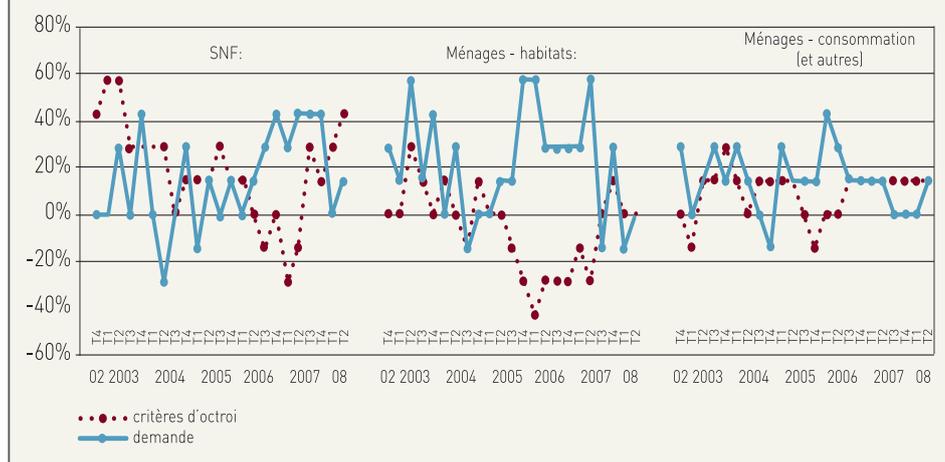
Les résultats obtenus au Luxembourg pour le deuxième trimestre 2008 se différencient considérablement de ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment pour ce qui est du secteur des ménages; en général, les résultats luxembourgeois sont nettement plus optimistes.

Graphique 22

Evolution des taux créditeurs des banques luxembourgeoises (échelle de gauche) et volumes de nouveaux contrats (échelle de droite, en millions d'euros) sur la période janvier 2003 à juin 2008



Graphique 23
Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg, pourcentages nets



Source: BCL

Quant à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement, la situation s'est considérablement améliorée au Luxembourg par rapport aux trimestres précédents ; dans la zone euro dans son ensemble, les tensions se sont également atténuées.

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 clefs.

Entreprises: Pour le deuxième trimestre 2008, les sept banques de

l'échantillon luxembourgeois ont signalé un durcissement net des critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises. Il s'agit en fait du durcissement net le plus important depuis cinq ans (à +43%, soit l'équivalent de trois banques) ; les grandes entreprises en particulier sont concernées.

Dans une grande mesure, ces résultats sont en lignes avec ceux de la zone euro où les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux entreprises s'inscrivent à des niveaux très élevés depuis quatre 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, la position de liquidité des banques ou encore leurs 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. Les critères d'attribution aux grandes entreprises ont d'ailleurs été affectés plus que les critères aux PME.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises a rebondi au Luxembourg au deuxième trimestre, alors qu'elle demeure négative dans la zone euro dans son ensemble. Le redressement de la demande nette au Luxembourg découle d'un besoin de financement accru lié aux investissements en capital fixe, à la gestion de stocks et aux fonds de roulement, ainsi qu'aux fusions, acquisitions et aux restructurations d'entreprises.

Ménages pour habitat: Dans l'échantillon de la zone euro, les pourcentages nets relatifs à l'évolution des critères d'octroi immobiliers s'établissent toujours à des niveaux élevés, bien qu'on note un faible repli par rapport au premier trimestre. Au Luxembourg, les pourcentages nets s'inscrivent toutefois toujours à zéro, indiquant que les critères d'attribution demeurent inchangés ; les perturbations de marché n'ont donc guère eu d'incidence sur les critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux ménages par les banques situées au Luxembourg. Dans la zone euro dans son ensemble, le durcissement net enregistré au deuxième trimestre est largement attribuable aux perceptions de risques liés à l'activité économique générale ainsi qu'au marché du logement. Il est d'ailleurs important de souligner que pour le secteur immobilier en particulier les résultats intra-zone euro affichent des divergences considérables.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont également beaucoup plus propices : alors que la demande nette pour les crédits à l'habitat au Luxembourg demeura inchangée au deuxième trimestre, dans la zone euro dans son ensemble elle continue à se replier.

Ménages pour consommation (et autres): Les résultats du deuxième trimestre font apparaître un nouveau durcissement net des critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres) octroyés par les banques de l'échantillon luxembourgeois. Néanmoins, il est important de rappeler qu'il s'agit bien des résultats non-pondérés et il serait faux de conclure que les banques luxembourgeoises ont resserré leur politique de crédit de façon généralisée pour les prêts à la consommation. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, le durcissement net enregistré au deuxième trimestre est le plus important depuis le début de l'enquête en 2002.

S'agissant de la demande nette, elle a légèrement rebondi au Luxembourg au deuxième trimestre, notamment suite à un besoin de financement accru lié aux dépenses de consommation en biens durables. Dans la zone euro, la demande nette a atteint son creux historique.

Questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques: Outre les questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi, la dernière enquête comprenait plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques, tout comme aux trois trimestres précédents. Alors que les banques de l'échantillon luxembourgeois continuent à rencontrer certaines difficultés à lever des fonds sur le marché monétaire, la situation s'est cependant améliorée par rapport au premier trimestre de l'année en cours, alors qu'aucune difficulté n'a été signalée en ce qui concerne l'accès au financement par l'intermédiaire de l'émission de titres de créance. Par ailleurs, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont guère été actives dans le domaine de la titrisation. Par contre, pour ce qui est des banques de l'échantillon de la zone euro, elles ont continué à rencontrer des difficultés à se financer par l'intermédiaire de la titrisation. Les difficultés de financement susmentionnées se sont répercutées sur les montants que les banques sont disposées à prêter, mais surtout 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 indiqué une certaine incidence sur leurs fonds propres et, dans une moindre mesure, sur leur propension à accorder des crédits.

3.7.6 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Dans un environnement des affaires encore marqué par la crise de l'immobilier américain et des perspectives d'une croissance économique réduite aux Etats-Unis et dans l'Union Européenne, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres provisoires actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 3 273 millions d'euros au 30 juin 2008. Au regard des perturbations précitées, ceci représente une baisse modique de 1,3% par rapport à fin juin de l'année précédente où le résultat avant provisions s'était élevé à 3 316 millions d'euros.

Tableau 21

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois

Activités	2007 - 06	2008 - 06	Variation annuelle	
			en termes brutes	en pourcent
1 Produits d'intérêts	28 483	30 321	1 838	6,5
2 Intérêts bonifiés	25 846	26 971	1 125	4,4
3 Marge sur intérêts	2 637	3 350	713	27,0
4 Revenus nets sur commissions	2 034	1 964	-70	-3,4
5 Autres revenus nets	715	126	-589	-82,4
6 Revenus hors intérêts	2 749	2 090	-659	-24,0
7 Produit bancaire	5 386	5 440	54	1,0
8 Frais de personnel	1 135	1 196	61	5,4
9 Frais d'exploitation	820	851	31	3,8
10 Frais de personnel et d'exploitation	1 955	2 047	92	4,7
11 Amortissements sur immobilisé non financier	115	120	5	4,2
12 Résultat avant provisions	3 316	3 273	-43	-1,3

Les montants sont exprimés en millions d'euros ; en fin de période.

Source: BCL

Au 30 juin 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 3.350 millions d'euros, en hausse de 27%, soit 713 millions d'euros, par rapport à fin juin 2007. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette évolution positive, notamment l'activité de crédit où un accroissement de 20,9% (36.5 milliards d'euros) des créances sur la clientèle a été observé entre juin 2007 et juin 2008. Les dividendes perçus ont augmenté de 50% sur la période considérée ; avec 1 105 millions d'euros ils représentent une part relative de 33% de la marge sur intérêts, contre 28% un an plus tôt. Par ailleurs, le relèvement des taux directeurs de la BCE de 25 points de base mi-juin 2007 a sans doute contribué à la variation relative des produits d'intérêt ou des intérêts bonifiés.

En ce qui concerne les revenus nets sur commissions, une légère baisse de 3,4% a pu être observée. Ce recul semble tout à fait logique au vu de l'évolution des marchés financiers et du recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois à hauteur de 144,9 milliards d'euros entre juin 2007 et juin 2008. En effet, les revenus des commissions perçues par les établissements de crédit pour assumer leur rôle de banque dépositaire et d'administration centrale sont calculés sur base de la valeur nette d'inventaire des OPC. Toutefois, ce recul a pu être partiellement compensé par l'augmentation importante de la vente et du rachat de parts d'OPC, un créneau d'activité pour de nombreux établissements de crédit. Au cours de la période considéré, les investissements nets en capital se sont élevés à 103,1 milliards d'euros.

Les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont fait état d'une baisse de 589 millions d'euros, soit 82,4%, sur le poste des autres revenus nets, au 30 juin 2008. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursier suite à la crise de l'immobilier américain et des variations de valeur subséquentes de leurs portefeuilles de négociation, notamment comptabilisés dans cette catégorie de revenus. Il importe de relever qu'un nombre restreint d'acteurs est à l'origine de cette baisse.

Sur les périodes considérées, 1^{er} semestre 2007 et 1^{er} semestre 2008, le produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, est resté quasiment stable à 5 440 millions d'euros, avec une légère progression de 1%. Le poids relatif de la marge sur intérêts par rapport au produit bancaire est monté à 61,6%, tandis que ceux des revenus nets sur commissions et des autres revenus nets ne sont plus que de respectivement 36,1% et 2,3%.

Comme déjà cité ci-devant, l'emploi dans le secteur bancaire a progressé de 6,2%, soit 1 582 emplois en comparaison annuelle. Bien que le poids relatif des dirigeants par rapport à l'effectif total a continué à croître, en passant de 23,7% fin juin 2007 à 24,5% au 30 juin 2008, les frais de personnel ont évolué plus lentement (+5,4%) que l'effectif. En général, les nouveaux recrutés débutent à des niveaux de rémunération inférieurs et bénéficient moins, en début de carrière, d'un système de rémunération axé sur la performance, suite à l'accord salarial récemment négocié. Par ailleurs, les banques semblent faire preuve d'une maîtrise des coûts avec des frais de personnel et d'exploitation en progression modérée de 3,8%. Ainsi, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 92 millions d'euros, soit 4,7%, sur la période considérée.

Le produit bancaire ayant légèrement dépassé le niveau du deuxième trimestre 2007, l'impact de la hausse des frais généraux ainsi que la hausse des amortissements sur immobilisé non financier de 4,2% détériore le résultat brut avant provisions qui recule de 1,3%, soit 43 millions d'euros, en comparaison annuelle.

En dépit de la crise de l'immobilier américain et de ses effets perturbateurs sur les marchés financiers internationaux, les banques de la place financières semblent donc continuer dans leur ensemble à afficher des résultats positifs à des niveaux proches des bonnes années 2006 et 2007. Force est cependant de constater que cette conclusion demande à être corroborée au niveau des déchets de la crise financière sous la forme de constitutions nettes de provisions. En effet, d'après les chiffres provisoires actuellement disponibles, les établissements de crédit ont procédé à une constitution nette de provisions en hausse de 357 millions d'euros par rapport au 30 juin 2007. Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 1,4%, le résultat net provisoire a régressé de 13,3% au premier semestre 2008.

Tableau 22

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

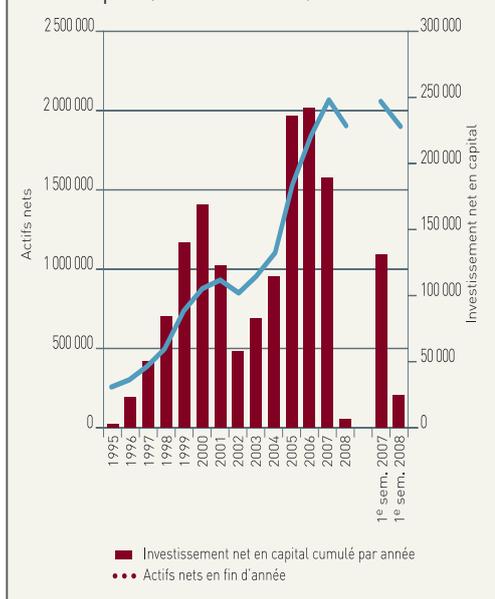
Activités	2008 03	2008 06	Variation annuelle		
			en termes brutes	en pourcent	
1	Produits d'intérêts	16 732	13 589	-3 142	-18,8
2	Intérêts bonifiés	15 155	11 816	-3 340	-22,0
3	Marge sur intérêts	1 576	1 774	198	12,5
4	Revenus nets sur commissions	1 009	956	-53	-5,3
5	Autres revenus nets	-47	172	219	469,8
6	Revenus hors intérêts	962	1 128	166	17,2
7	Produit bancaire	2 539	2 902	363	14,3
8	Frais de personnel	617	579	-38	-6,2
9	Frais d'exploitation	406	445	39	9,6
10	Frais de personnel et d'exploitation	1 023	1 024	1	0,1
11	Amortissements sur immobilisé non financier	68	52	-16	-23,4
12	Résultat avant provisions	1 447	1 826	378	26,1

Les montants sont exprimés en millions d'euros ; en fin de période.

Source: BCL

Un regard sur la variation trimestrielle du résultat du secteur bancaire pendant l'année en cours révèle une progression de la marge sur intérêts de 12,5%, ou de 198 millions d'euros du premier au deuxième trimestre 2008. Un recul moins prononcé des produits d'intérêts par rapport à celui des intérêts bonifiés a pu être constaté. Alors que les revenus nets sur commissions sont en baisse de 5,3%, la catégorie des autres revenus nets a affiché un résultat positif. Rappelons 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.

Graphique 24
Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital (en millions d'euros)



Source: CSSF

De fin mars à fin juin 2008, le produit bancaire a progressé de 14,3%. Sous l'effet d'une quasi stabilité des frais généraux administratifs et d'un recul de 16 millions d'euros, soit 23,4%, des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers, le résultat avant provisions a enregistré une hausse de 379 millions d'euros, soit 26,1% entre les premier et deuxième trimestres 2008.

3.7.7 Les organismes de placement collectif

- L'évolution en nombre des OPC

Au cours du premier semestre de l'année 2008 le rythme de croissance de la création d'organismes de placement collectif (OPC) et de fonds d'investissement spécialisés (FIS) s'est nettement accéléré avec la création de 285 nouvelles entités contre seulement 114 au cours de la même période de l'année précédente. Ainsi, au 30 juin 2008, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC luxembourgeois s'élève à 3 153 contre 2 868 au 31 décembre 2007. Parallèlement au développement des entités, le nombre total des compartiments s'est également accru de 682 unités portant ainsi le nombre total d'unités actives sur la place financière à 11 797 au 30 juin 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. Rappelons brièvement dans ce contexte que c'est en effet la loi du 30 mars 1988 qui est à la base du développement de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement.

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

Contrairement au nombre d'entités le patrimoine global net des organismes de placement collectif a connu un léger recul au cours du premier semestre de l'année en cours. En effet, entre le 31 décembre 2007 et le 30 juin 2008 le volume des actifs sous gestion a diminué de 157 303 millions d'euros pour s'établir à 1 902 092 millions d'euros affichant ainsi une baisse de 7,6%.

La baisse de la valeur nette d'inventaire au cours des six premiers mois de l'année 2008 s'explique essentiellement par une évaluation moindre des actifs sous gestion. En effet, bien que l'apport net total en capital au cours du premier semestre de l'année sous revue soit nettement inférieur à celui observé au cours de la même période au cours des années précédentes, il reste positif et confirme ainsi que les investisseurs ont confiance dans l'industrie luxembourgeoise des OPC et dans la reprise des marchés boursiers.

Dans ce contexte, on notera un désinvestissement important au cours du mois de juin 2008 qui doit cependant être vu à la lumière d'un effet saisonnier; en effet, à quelques exceptions près le mois de juin est traditionnellement un mois qui se caractérise par un apport net en capital moins important. De plus, la situation délicate sur les marchés boursiers implique que certains investisseurs vendent les parts détenues dans certaines catégories d'OPC pour investir leurs fonds dans d'autres catégories d'OPC et/ou des dépôts en banque. Ainsi, on remarquera que ce sont essentiellement les OPC d'actions mais aussi les OPC d'obligations qui témoignent d'un retrait net en capital au profit des dépôts en banque et des OPC mixtes pour lesquels l'apport net en capital demeure très élevé. En effet, face aux incertitudes sur les marchés boursiers et à l'essoufflement anticipé de la conjoncture en Europe, tant les OPC d'actions que les OPC d'obligations ont perdu de leur attrait au profit d'OPC mixtes dont les stratégies d'investissement laissent prévoir des rendements plus attrayants.

Tableau 23

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-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

Sources: 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⁾ Montants cumulés par année / trimestre³⁾ 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 juin 2008 le nombre de compartiments monétaires a augmenté de 2 unités passant ainsi de 463 à 465 unités. Notons toutefois que le nombre de compartiments est moins stable que ne le suggère cette augmentation de 2 unités; en effet, fin mars il s'élevait à 473 unités pour retomber ensuite à 465 fin juin 2008.

• La somme de bilan

Au 30 juin 2008 la somme de bilan des OPC monétaires s'est élevée à 298 664 millions d'euros, soit une hausse de 45 023 millions d'euros ou 17,8% au cours du premier semestre de l'année en cours.

• La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont fortement orientés vers les dépôts en banque et respectivement les titres monétaires ou les titres de créance ayant une échéance résiduelle inférieur à 12 mois. Ainsi, au 30 juin 2008, le portefeuille de titres autres que des actions représentait 77,0% des actifs alors que les créances sur des établissements de crédit représentaient 21,1% des actifs. Dans ce contexte, on notera particulièrement que la part relative du portefeuille de titres autres que des actions a diminué de 85,6% en juin 2007 à 77,05 en juin 2008 alors qu'en parallèle les créances bancaires ont augmenté de 12,1% à 21,1%.

Cette réorientation des investissements 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 à la hausse des taux d'intérêts sur les marchés monétaires, les OPC monétaires ont davantage orienté leurs investissements vers les placements bancaires. Il convient 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 17,7% au cours des douze derniers mois mais le portefeuille de créances, quant à lui, a augmenté de 128,7% au cours de la même période.

Tableau 24

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires (encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾	
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	3 991	4 412	5 333	1 343	33,7	922	20,9	2,3	100,0
Etablissements de crédit	2 571	2 479	3 241	670	26,1	763	30,8	1,4	60,8
Administrations publiques	15	2	0	-15		-2			
Autres secteurs	1 404	1 931	2 092	688	49,0	161	8,4	0,9	39,2
Autres intermédiaires financiers	1 151	1 666	1 648	497	43,2	-18	-1,1	0,7	30,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1	89	98	97	9 407,8	9	10,3	0,0	1,8
Sociétés non financières	252	176	346	94	37,3	170	96,7	0,2	6,5
Ménages et ISBLM	0	0	0	0		0			
Emetteurs des autres pays de la zone euro	84 207	104 376	108 552	24 345	28,9	4 176	4,0	47,2	100,0
Etablissements de crédit	46 133	64 614	70 463	24 330	52,7	5 849	9,1	30,7	64,9
Administrations publiques	8 855	8 055	7 547	-1 308	-14,8	-508	-6,3	3,3	7,0
Autres secteurs	29 219	31 707	30 542	1 323	4,5	-1 165	-3,7	13,3	28,1
Autres intermédiaires financiers	16 797	16 735	16 965	168	1,0	230	1,4	7,4	15,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 396	1 203	1 361	-35	-2,5	158	13,1	0,6	1,3
Sociétés non financières	11 026	13 760	12 209	1 183	10,7	-1 551	-11,3	5,3	11,2
Ménages et ISBLM	0	8	8	8		0	-5,5	0,0	0,0
Emetteurs du reste du monde	107 053	109 671	115 966	8 913	8,3	6 294	5,7	50,5	100,0
Etablissements de crédit	52 677	68 355	79 155	26 477	50,3	10 799	15,8	34,4	68,3
Administrations publiques	1 723	3 051	3 229	1 506	87,4	178	5,8	1,4	2,8
Autres secteurs	52 652	38 265	33 582	-19 071	-36,2	-4 683	-12,2	14,6	29,0
Total	195 251	218 459	229 851	34 601	17,7	11 392	5,2	100,0	100,0

Source: 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 (66,5%) et des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaire (28,8%) alors que le secteur public n'intervient que pour une faible part (4,7%). 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 douze derniers mois pour passer de 51,9% à 66,5% ou, en termes bruts, de 101 382 à 152 859 millions d'euros. Ce développement doit également être vu à la lumière des besoins accrus de fonds des établissements de crédit au cours de la période sous revue ainsi que des rendements importants observés sur les marchés monétaires.

En ce qui concerne la ventilation sectorielle des investissements par zone géographique, on remarquera surtout la forte concentration sur le secteur financier pour ce qui est des 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'élevèrent à 4 889 millions d'euros soit 91,7% du volume total des titres émis par des résidents et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires.

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 aussi de noter la réduction des investissements dans titres émis par des administrations publiques des pays membres de la zone euro; ce recul doit notamment être vu à la lumière des efforts de réduction des déficits et dettes publiques dans la zone euro.

3.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Au premier semestre 2008, le rythme de progression du commerce extérieur du Luxembourg a nettement fléchi sous l'effet du ralentissement de la conjoncture économique au niveau international. Les exportations ont augmenté de 3,6% pour atteindre 6,4 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2008, alors qu'elles avaient progressé de 8,2% sur la même période de 2007. De même le taux de croissance des importations a ralenti à 4,1% pour s'établir à 8,7 milliards d'euros au premier semestre de 2008, contre 5,4% au même semestre de 2007. Avec une croissance des importations légèrement supérieure à celle des exportations, le déficit du commerce extérieur du Luxembourg s'est aggravé de 5,4% pour s'établir à 2,3 milliards au premier semestre de 2008.

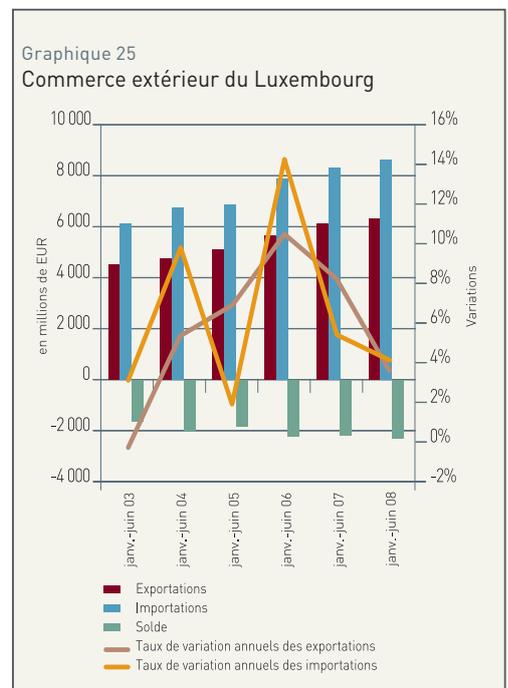
La réduction de la croissance des exportations reflète en grande partie le ralentissement des livraisons de produits sidérurgiques dont le taux de croissance a chuté de 17,6% sur les six premiers mois de 2007 à 8% sur la même période de 2008. A cela s'ajoute la réduction des exportations de machines et équipements (-11,3%) ainsi que de boissons et tabac (-5,2%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les ventes intra-zone euro, qui absorbe habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 4,9%. Par contre, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro (particulièrement celles à destination des Etats-Unis, du Japon et des pays émergents d'Asie) ont fortement reculé.

La hausse des importations est due en grande partie aux fournitures de produits pétroliers dont la facture a fortement augmenté (+33,7%) au premier semestre de 2008. A cela s'ajoute la hausse en valeur des importations de produits chimiques et connexes ainsi que de produits alimentaires. Les baisses ont affecté les fournitures de matériel de transport (-9,7%) et de machines et équipements (-7,1%). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) ont progressé de 8,5%, alors que les fournitures en dehors de la zone euro ont fortement baissé.

3.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

3.9.1 Le compte courant

Le compte courant du Luxembourg s'est soldé par un excédent de 949 millions d'euros au premier trimestre de 2008, soit une baisse de 14% par rapport au niveau atteint sur le même trimestre de 2007. Cette détérioration est consécutive à l'aggravation des déficits dans les balances de marchandises, de



Source: Statec



revenus et de transferts courants. Le surplus dans les échanges de services s'est en revanche légèrement amélioré.

L'importante hausse de 20% du déficit des marchandises, qui a atteint 781 millions d'euros au premier trimestre 2008, provient en grande partie des achats nets d'or non-monnaire, le déficit des marchandises générales s'étant même légèrement contracté, sous l'effet d'une stagnation des importations sur cette période.

La légère hausse de 3% dans le déficit des revenus (2,6 milliards d'euros au premier trimestre 2008) s'explique par la croissance continue des travailleurs frontaliers tandis que l'accentuation du déficit des transferts courants (+28% à 617 millions d'euros au premier trimestre 2008) est largement liée à la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services s'est fortement ralenti au premier trimestre de 2008. Le taux de croissance des recettes nettes de services est resté toutefois positif (+4% à 5 milliards d'euros sur tout le premier trimestre de 2008). Ce ralentissement est lié essentiellement à l'évolution des services financiers dont l'excédent représente deux tiers du surplus total des services. Les prestations de services financiers se sont soldées en effet par un surplus en hausse de 5% à 3,9 milliards d'euros au premier trimestre de 2008. Toutefois, en comparaison avec le taux de progression de 17% enregistré sur le premier trimestre de 2007, la croissance de l'excédent des services financiers s'est nettement ralentie sur la même période de 2008, en raison des turbulences observées sur les marchés financiers internationaux. Ces turbulences se sont notamment traduites par une baisse de la valeur des actifs détenus par les OPC, valeur dont sont largement tributaires les commissions financières perçues par les gestionnaires résidents des OPC.

Par ailleurs, à l'exception du surplus du transport, l'excédent des autres activités de services s'est contracté au premier trimestre 2008.

3.9.2 Le compte financier

Le compte financier s'est soldé par des sorties nettes de capitaux de 713 millions d'euros au cours du premier trimestre 2008, contre 650 millions au même trimestre de l'année 2007. Dans les différentes composantes du compte financier, les sorties nettes ont affecté les flux d'investissements directs (10,9 milliards d'euros) et les produits financiers dérivés (1 milliard) tandis que les flux d'investissements de portefeuille et les flux d'autres investissements ont enregistré des entrées nettes respectives de 6 et 5,6 milliards d'euros.

Les sorties nettes d'investissements directs ont porté sur les prêts intra-groupes (22 milliards d'euros) qui n'ont été que partiellement compensées par les entrées nettes (11 milliards) sur les opérations en capital social.

Dans les flux d'investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation se sont soldées par des entrées nettes en forte baisse à 29 milliards d'euros au premier trimestre 2008, contre 48 milliards au même trimestre de 2007. Cette baisse est le reflet des turbulences observées sur les marchés financiers internationaux qui ont suscité un comportement de méfiance générale envers les titres étrangers. Les non-résidents ont ainsi réduit leur investissement net dans les parts d'OPC luxembourgeois. Le fait que les transactions sur titres de participation se soient néanmoins soldées par des entrées nettes (29 milliards pour rappel) s'explique presque entièrement par les ventes nettes d'actions étrangères par les résidents.

S'agissant de titres de créance, le Luxembourg a subi des sorties nettes (23 milliards au premier trimestre 2008, contre 21 milliards au même trimestre de 2007). Cela reflète, dans un contexte de turbulences financières, une certaine prudence des investisseurs résidents qui ont préféré vendre les actions au profit des obligations étrangères.

Les entrées nettes de 5,6 milliards d'euros au titre d'autres investissements (prêts et dépôts) sont attribuées aux autres secteurs (OPC non-monétaires, sociétés Holdings et SOPARFI) qui ont bénéficié d'un emprunt net vis-à-vis de l'étranger, dans un contexte où les institutions financières monétaires (BCL exclue) ont quant à elles augmenté leurs avoirs nets sur le reste du monde.

Tableau 25

Balance des paiements du Luxembourg¹

Unité: Million EUR	2007T1			2008T1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	39 757	38 657	1 100	45 061	44 112	949
Marchandises	3 581	4 231	- 650	3 680	4 461	- 781
Services	10 983	6 167	4 816	11 616	6 614	5 002
Revenus	24 107	26 689	- 2 583	28 635	31 290	- 2 655
Transferts courants	1 086	1 570	- 484	1 130	1 747	- 617
COMPTE DE CAPITAL	25	39	- 14	22	71	- 49
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			- 650			- 713
Investissements directs ³⁾	- 36 873	43 141	- 6 268	- 56 013	45 105	- 10 907
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	- 20 604	35 037	14 434	- 41 997	53 145	11 148
Autres opérations, Prêts intragroupes	- 16 269	8 104	- 8 165	- 14 016	- 8 039	- 22 055
Investissements de portefeuille	- 40 746	68 602	27 857	11 093	- 5 078	6 014
Titres de participation	- 12 099	60 884	48 785	29 357	66	29 424
Titre de créance	- 28 647	7 718	- 20 928	- 18 264	- 5 145	- 23 409
Produits financiers dérivés			- 1 173			- 1 052
Autres investissements	- 46 654	13 046	- 33 609	- 39 903	45 474	5 571
Avoirs de réserve			7			- 339
ERREURS ET OMISSIONS			- 435			- 186

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.

3.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Selon l'estimation préliminaire des comptes nationaux trimestriels, le PIB luxembourgeois a ralenti au premier trimestre de 2008. Sa progression trimestrielle s'est, en effet, établie à 1,3% par rapport au trimestre précédent et à 2,5% par rapport au premier trimestre de l'année 2007. En outre, en termes annuels, les estimations pour le deuxième, troisième et quatrième trimestre 2007 ont été révisées à la baisse (4,6% au lieu de 4,8% pour le deuxième trimestre, +3,4% au lieu de +4,2% pour le troisième trimestre et +3,5% au lieu de +3,8% pour le quatrième trimestre). Soulignons qu'en termes trimestriels, le deuxième et troisième trimestre de 2007 ont tous deux affichés un recul (respectivement de 0,1% et 0,5%).

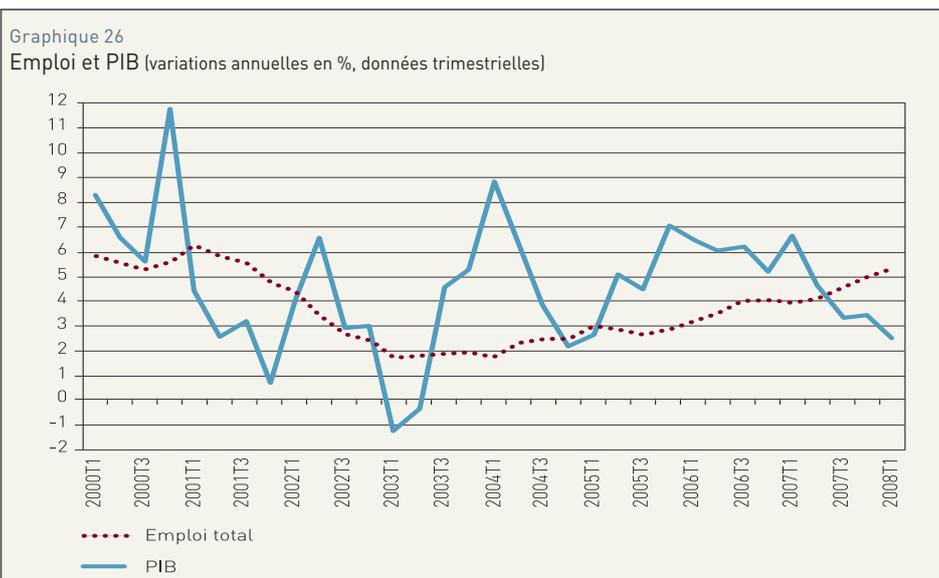
L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que la progression annuelle du PIB au premier trimestre 2008 a fléchi essentiellement du fait d'une moindre contribution de la demande intérieure. A l'aune de cette estimation, chacune des composantes de cette dernière a enregistré une baisse de sa part contributive à la croissance par rapport à l'année précédente. La moindre contribution de

la consommation privée à la croissance au premier trimestre 2008 n'est guère surprenante à l'égard d'une part, de l'orientation moins favorable observée sur le front du chômage depuis le début de 2008 et, d'autre part, compte tenu de l'affaiblissement progressif de la confiance des consommateurs du Luxembourg depuis le second semestre 2007 qui reflète vraisemblablement les turbulences sur les marchés de capitaux et la hausse de l'inflation. Par ailleurs, la formation brute de capital fixe a elle aussi contribué dans une moindre mesure à la croissance au premier trimestre 2008 que l'année précédente à la même période notamment en écho à la stagnation de l'activité économique dans l'industrie. Sur le plan externe, la baisse des exportations combinée à un recul des importations s'est traduit par une contribution sensiblement moins importante du solde extérieur à la croissance annuelle du PIB au cours du premier trimestre de 2008.

Ces nouvelles estimations de la comptabilité nationale trimestrielle situent toujours la décélération du PIB à partir du premier trimestre 2006 mais elles décrivent ensuite un ralentissement beaucoup plus considérable à partir de 2007. L'emploi, qui a réagi avec retard à la reprise observée en 2005, a accéléré ensuite au cours de 2006, pour maintenir ce rythme de croissance au début de 2007 et puis, accélérer à nouveau

depuis la seconde moitié de 2007. Dès lors, la progression annuelle de l'emploi a ainsi dépassé celle du PIB depuis la seconde moitié de 2007. De manière rétrospective, la progression de la productivité du travail est en déclin constant depuis le premier trimestre de 2006 pour être devenue négative à partir de la mi-2007. Cette configuration préfigure donc soit un ajustement de la croissance à la hausse, soit de l'emploi à la baisse, soit les deux. Soulignons toutefois qu'en variation trimestrielle, la progression du PIB dépasse celle de l'emploi depuis le dernier trimestre 2007. A noter que cette analyse de la comptabilité nationale trimestrielle doit être interprétée avec une grande

prudence car avec l'extension de leur couverture statistique, ces résultats vont nécessairement faire l'objet de révisions lors des prochaines publications.



Source: Statec

3.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES DE L'ÉTÉ 2008

Les projections macroéconomiques de la BCL, qui datent de juin dernier, tablent sur une hausse du PIB réel en 2008 comprise dans une fourchette allant de 2,9% à 3,5% (après +4,5% en 2007). Elles ont été élaborées dans un contexte économique particulier. La publication – courant mai – des comptes pour le premier trimestre 2008 avait constitué une bonne surprise, la croissance ayant été sensiblement plus robuste qu'attendue tant au niveau de la zone euro que des Etats-Unis. Dans le même temps, le prix en dollar du pétrole atteignait des sommets historiques et, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar évoluait autour de son niveau record. Enfin, l'incertitude relative à l'exposition du secteur financier européen et, par la même luxembourgeois, à la crise des «subprime» aux Etats-Unis demeurait difficile à évaluer.

L'indicateur d'activité de la BCL, pour sa part, suggérait début juin 2008 que la croissance économique au Luxembourg s'était maintenue à un rythme soutenu aux cours des deux premiers trimestres de l'année.

Aussi, il conduisait à privilégier la fourchette haute des projections pour la croissance économique en 2008 (soit +3,5%).

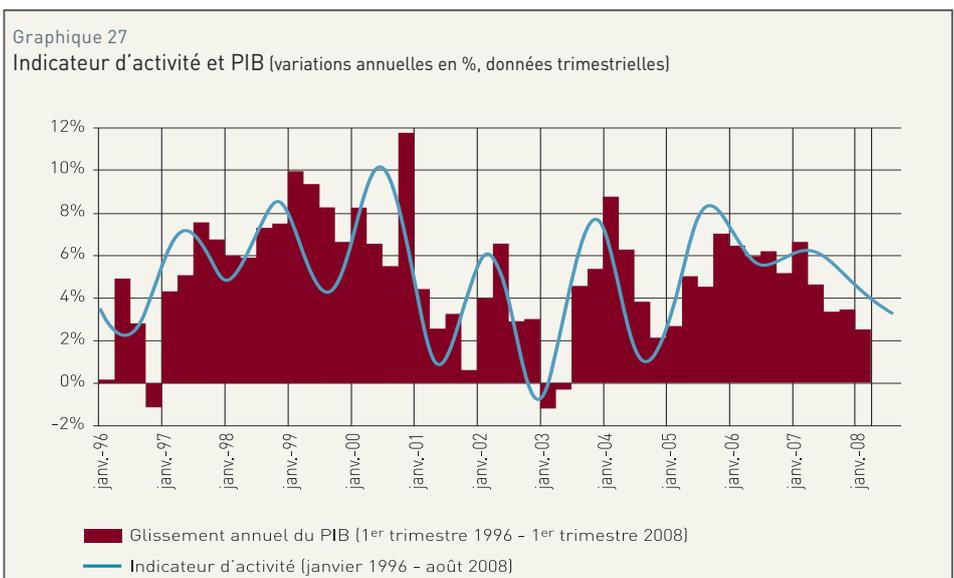
Depuis lors, de nouvelles statistiques économiques et financières ont été publiées et intégrées à l'indicateur d'activité. De manière non-exhaustive, on soulignera les suivantes :

- En premier lieu, la première estimation par le STATEC de la croissance du PIB au Luxembourg au premier trimestre 2008 s'est établie à +2,5% en glissement annuel (après +3,5% au quatrième 2007). Ce résultat s'est accompagné de sensibles révisions à la baisse du glissement annuel du PIB sur les trois trimestres précédents (de 0,2, 0,8 et 0,3 point de pourcentage pour respectivement les deuxième, troisième et quatrième trimestres 2007).

- En second lieu, l'information conjoncturelle issue des séries mensuelles individuelles, s'est enrichie depuis le mois de juin puisque de nouvelles observations sont désormais disponibles. Ces dernières concernent en particulier le deuxième trimestre 2008 et, dans une bien moindre mesure, le troisième. Ainsi, on observe à l'heure actuelle un tassement dans l'évolution du prix du pétrole en dollar, tandis que le taux de change de l'euro face au dollar a atteint des niveaux record en juillet avant de se déprécier quelque peu en août. Soulignons aussi que les résultats des dernières enquêtes de conjoncture dans l'industrie montrent que la confiance des industriels s'est sensiblement dégradée au cours des mois précédents, tant du point de vue de leurs carnets de commandes que de l'activité présente et passée. Enfin, on notera que l'indice boursier LuxX a poursuivi sa dégrise, dans le sillage des autres grandes places financières (New York, Londres, Francfort), et enregistré fin août une baisse de 20% environ sur trois mois.

- Au final, ces dernières évolutions - quoique mitigées - plaident en faveur d'un ralentissement de l'activité au second trimestre 2008 ; et ce, en dépit des évolutions très favorables de l'emploi. Les perspectives pour le troisième trimestre de l'année, quant à elles, ne sont guères plus réjouissantes. Compte-tenu des informations conjoncturelles disponibles au 29 août 2008, l'indicateur d'activité devrait demeurer orienté à la baisse au moins jusqu'en septembre 2008.

De manière plus générale, les résultats de l'indicateur d'activité sont en ligne avec une modération de la croissance en moyenne annuelle du PIB en 2008. Ils ne remettent pas en question les projections publiées en juin dernier. En revanche, il apparaît clairement que c'est l'«information conjoncturelle» depuis le 04 juin 2008 qui nous permet de réviser quelque peu notre diagnostic par rapport à juin dernier (voir en particulier l'analyse des risques publiée dans le Rapport annuel 2007 de la BCL, page 103). Ainsi, l'indicateur d'activité conduit - à ce stade - à plus de prudence sur les perspectives de croissance au Luxembourg ; et à privilégier la fourchette basse de nos projections d'été pour la croissance économique au Luxembourg en 2008 (soit 2,9%).



Source: BCL, Statec

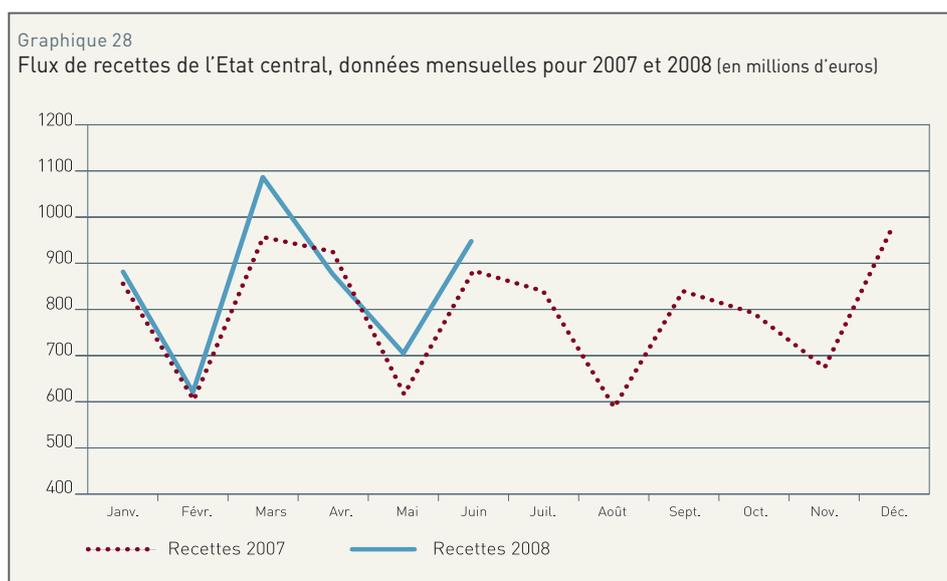
3.12 LES FINANCES PUBLIQUES

Les récentes turbulences sur les marchés financiers ainsi que la crise dite «du sub-prime» imputable notamment à l'immobilier américain, risquent d'avoir des conséquences négatives sur les finances publiques luxembourgeoises, notamment en ce qui concerne les impôts directs sur les sociétés. Cette tendance

nous mène à poursuivre une analyse plus détaillée de l'évolution des recettes de l'Etat, et plus particulièrement des impôts directs sur les sociétés.

Les premières indications fournies par le flux de recettes de l'Etat central observés depuis le début de l'année 2008 suggèrent que le ralentissement n'aurait guère eu d'impact significatif sur ces dernières (voir le graphique ci-dessous). Le graphique atteste même des montants des recettes encaissés au premier semestre 2008 supérieurs à ceux du premier semestre 2007³⁴.

Il n'est cependant pas opportun de baser les commentaires uniquement



Sources: BCL, Statec

sur les chiffres de la comptabilisation mensuelle, vu que ceux-ci ne prennent pas en compte le principe de réalité économique et ne sont donc pas très représentatifs. Nous avons constaté que dans le passé, une importante différence s'est manifestée entre les recettes de l'Etat central calculées sur base de la comptabilisation mensuelle et celles calculées sur base des comptes nationaux annuels. La différence provient du fait que la première source se base essentiellement sur la comptabilité d'entrées et de sorties de fonds³⁵, tandis que la deuxième est basée sur le principe de réalité économique. La comptabilisation mensuelle est en effet sensée nous donner uniquement une première indication de l'évolution des recettes et dépenses de l'Etat central. Ceci étant, on peut constater que cette comptabilité livre un solde total positif pour les six premiers mois de 2008, et même supérieur à celui des six premiers mois de 2007. Ce solde est clairement plus favorable que celui escompté pour cette période. Malheureusement, les chiffres de finances publiques issus des comptes nationaux ne sont à ce jour pas encore disponibles pour les six premiers mois de 2008.

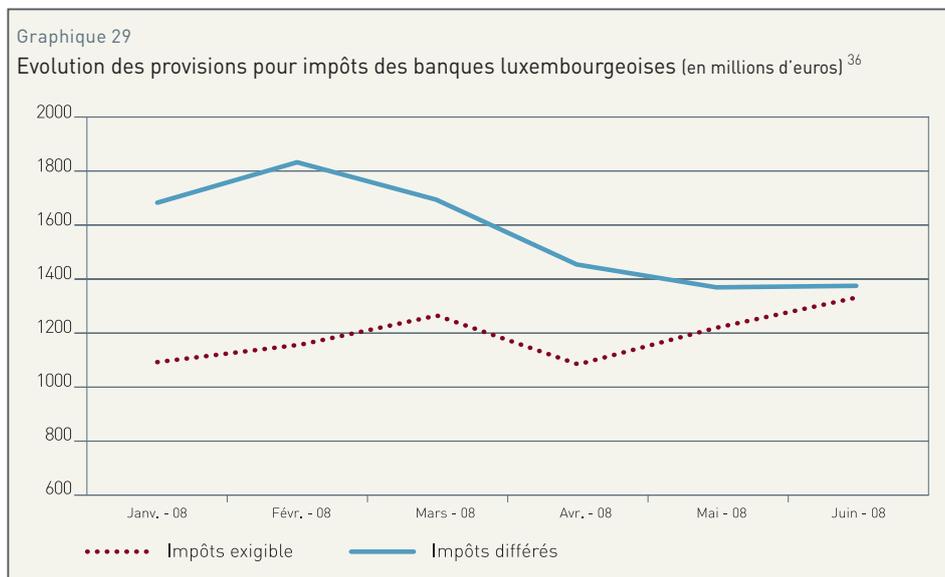
Lorsque l'on regarde de plus près l'évolution du produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, celui-ci est resté quasiment stable sur les périodes considérées, 1^{er} semestre 2007 et 1^{er} semestre 2008. Par contre, les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont fait état d'une baisse de 82,4% sur le poste des autres revenus, par rapport à la même période de l'année dernière. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursiers suite à la crise de l'immobilier américain et des variations de valeur subséquentes de leurs portefeuilles de négociation, notamment comptabilisés dans cette catégorie de revenus. Cette dernière étant défavorable risque d'avoir des effets négatifs sur les recettes de l'Etat.

34 Le total des recettes encaissées en premier semestre 2008 est de 6% supérieur au total des recettes encaissées pendant la même période de 2007.

35 Les fonds propres des fonds spéciaux ne sont pas pris en compte. De plus, les dotations sont prises en compte plutôt que les dépenses réelles.

Un aspect du bilan des banques riche d'enseignement est l'évolution des provisions pour impôts. Elles montrent l'évolution des engagements fiscaux des banques vis-à-vis de l'Etat. Une accélération du remboursement par les banques de ces soldes d'impôts permettrait d'amortir dans une certaine mesure l'incidence de la crise financière sur le budget de l'Etat. Cependant, les provisions pour impôts (impôts exigibles) ont tendance à augmenter depuis le début de l'année, ce qui tend à infirmer la dernière affirmation.

De plus, l'observation de l'évolution des actifs nets des OPC³⁷ amène à constater que ces derniers ont tendance à fléchir depuis le mois de novembre 2007 – à l'exception du mois de mai 2008 – ce qui s'explique par les turbulences financières observées depuis le mois d'août de l'année 2007, et les variations au cours du mois principalement dues aux variations des marchés financiers, et non aux émissions et rachats nets.



Sources: CSSF et calculs BCL.

L'analyse de l'évolution des OPC permet de conclure que le secteur suit une tendance négative depuis la fin de l'année dernière, ce qui ne manquera pas d'avoir un impact négatif sur les recettes de la «taxe d'abonnement». A ce stade, il est cependant hasardeux de chiffrer cet impact, vu que l'on dispose que de données pour les six premiers mois de l'année 2008 et que les turbulences du secteur financier mondial continuent.

La principale conclusion qui se dégage de ces commentaires est que l'impact de la crise financière sur les recettes de l'Etat n'est pas clair sur base des statistiques disponibles. Sur base de l'analyse des entrées de fonds du 1^{er} semestre 2008, la crise financière n'aurait pas d'impact significatif, tandis que sur base de l'analyse des évolutions des comptes profits et pertes (revenues des banques) et celle de l'évolution des OPC l'impact négatif est plus visible. Afin d'avoir une vue plus claire sur l'impact que la crise peut avoir sur les finances publiques, il est impératif de disposer des statistiques plus détaillées sur les recettes de l'Etat (notamment ventilation: taxes d'abonnement, droits d'enregistrement, impôts reçus sur les revenus des capitaux, etc.).

A ce stade ci, il est un peu tôt de juger l'impact de la crise sur les recettes étant donné que l'impact ne se fera sentir que graduellement. Il faut éviter une conclusion prématurée d'un effet faible de la crise sur le secteur financier luxembourgeois et continuer à faire preuve de la plus grande vigilance sur le plan budgétaire dans un environnement incertain.

En juin 2008³⁸, l'OCDE a publié une étude économique sur le Luxembourg qui souligne une fois de plus l'importance du secteur financier luxembourgeois pour les recettes de l'Etat et la nécessité de renforcer

³⁶ «L'impôt exigible» est le montant des impôts sur le bénéfice payables (récupérables) au titre du bénéfice imposable (perte fiscale) d'une période, déterminée) selon les règles établies par l'administration fiscale.

La constatation des impôts différés est obligatoire selon IAS12 (International Accounting Standards): «l'impôt différé» sert à gommer les distorsions qui existent entre le résultat comptable et le résultat fiscal de façon à présenter une image économique de la situation, non polluée par des règles fiscales. Les différences temporaires entre le résultat comptable et le résultat fiscal donnent lieu à la constatation d'impôts différés.

³⁷ Voir graphique intitulé «Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif», point 1.3.7.7, du présent Bulletin.

³⁸ OCDE (2008), Etude économique de l'OCDE: Luxembourg, vol. 2008/12.



les avantages concurrentiels de la place financière ainsi que de poursuivre ou même de renforcer l'effort de diversification économique.

Dans la même étude, l'OCDE émet des recommandations relatives aux trois domaines clés de la politique budgétaire luxembourgeoise destinées à:

1. assurer la viabilité budgétaire ;
2. améliorer le cadre budgétaire ;
3. avoir une gestion des ressources humaines axée sur l'efficacité.

Concernant les mesures destinées à assurer la viabilité budgétaire sur un horizon de long terme l'OCDE a relevé les éléments suivants³⁹:

- combler l'écart de viabilité budgétaire et ne pas laisser monter le ratio de la dette publique par rapport au PIB à 60%, afin d'éviter un effet de boule de neige qui risquerait de gonfler la dette publique ;
- prolonger l'horizon du fonds de réserve du système de retraite au moins jusqu'à 2050, au lieu des sept ans qui sont actuellement en vigueur ;
- renforcer le rôle du fonds de réserve du système de santé ;
- élargir la base de financement en relevant les taux d'activité des travailleurs âgés ;
- relever l'âge de la retraite en fonction des gains passés d'espérance de vie ;
- et étaler la diminution du taux de remplacement sur une période assez longue.

Ces mesures corroborent largement les recommandations qui ont été mises en avant par la BCL dans diverses publications récentes.

Un événement qui a tout particulièrement attiré l'attention du public est l'adoption par la Chambre des députés du projet de loi portant sur l'introduction du «Statut unique» pour les salariés du secteur privé. Ce dernier entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2009. Il est difficile d'identifier à ce stade de manière exhaustive les retombées budgétaires du statut unique. Trois conséquences peuvent cependant d'ores et déjà être isolées: hausse du coût de la main-d'œuvre de l'ordre de 0,5% au maximum, uniformisation des régimes d'heures supplémentaires et des économies des économies de fonctionnement induites du fait notamment de la réorganisation administrative de la sécurité sociale^{40 41}.

Le projet de budget 2009 sera déposé à la Chambre des Députés au début du mois d'octobre. Il inclura bien évidemment les modifications liées à l'introduction du «Statut unique».

Le décompte annuel global des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2007⁴² – élaboré par l'Union des Caisses de Maladie (UCM) – a été publié en juillet 2008. Il met en relief une inflexion à la hausse du patrimoine de l'UCM en 2007, après une stagnation en 2006. L'excédent des recettes courantes sur les dépenses courantes de neuf millions d'euros a fait passer le patrimoine de l'UCM de 177,9 à 186,9 millions d'euros. Cette réserve dépasse à concurrence de respectivement 4,2 millions d'euros et de 0,2% la réserve minimale légale qui doit être égale à 10% des dépenses courantes.

L'excédent résulte d'un côté d'une plus value de cotisations aussi bien pour les prestations en nature que pour les prestations en espèce, et de l'autre côté d'une plus value de la surprime correspondante de l'Etat. Le nombre de cotisants pour prestations en nature des assurés actifs était supérieur de 0,7% par rapport à

39 OCDE (2008), Etude économique de l'OCDE: Luxembourg, vol. 2008/12. pp.99-100.

40 L'une des pièces angulaires de cette réorganisation est la fusion des caisses de maladie et de pension.

41 Pour plus de détails, voir Bulletin 2007/1, section Finances publiques.

42 Union des Caisses de Maladie (juillet 2008), *Le décompte annuel global des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2007*, Luxembourg.

l'hypothèse correspondante du budget de l'UCM, alors que le nombre des assurés pensionnés était inférieur de 0,1%. Le revenu moyen cotisable pour prestation en nature des assurés actifs a également été supérieur de 0,3% au chiffre utilisé pour le budget. Ainsi, au total la masse salariale cotisable a été supérieure à celle prévue au budget à raison de 0,7% pour les assurés actifs et de 0,2% pour les assurés pensionnés. Cette évolution s'explique en particulier par le secteur financier, qui a participé significativement à la création de nouveaux emplois. Sur le premier semestre 2008, la création nette d'emplois a continué à un rythme élevé tant dans les banques que dans l'économie en général. Cette création paraît cependant extraordinaire à l'aune de l'impact des turbulences financières sur les banques et les OPC luxembourgeois, et de manière plus générale, de la forte décélération de la croissance du PIB, cette création devrait donc s'infléchir. Ceci voudrait dire que la situation du patrimoine de l'UCM risque de se dégrader dans les années à venir et de se ainsi positionner en-dessous du niveau de fonds de roulement minimal exigé.

De manière générale, les événements récents ainsi que les deux dernières publications citées plus haut ne remettent pas en question les projections des soldes des finances publiques publiées dans le Rapport Annuel 2007 de la BCL en juin dernier, ces dernières ayant déjà incorporé les risques liés à une conjoncture économique plus défavorable.

2 ANALYSES

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



1 COMPÉTITIVITÉ ET EXPORTATIONS ¹

1.1 CONTEXTE

La compétitivité de l'économie nationale est une des préoccupations des responsables politiques tout comme des analystes. Dans ce contexte, la BCL commente régulièrement l'évolution de la compétitivité moyennant un certain nombre d'indicateurs de prix et de coûts.

Pourtant, la compétitivité est un phénomène complexe, ce qui peut être illustré à l'exemple des exercices de ranking internationaux établissant chaque année une liste des nations analysées. Les institutions à la base de ces rankings utilisent une multitude d'indicateurs individuels qui sont alors agrégés afin d'obtenir un chiffre unique permettant dans une certaine mesure des comparaisons entre nations. Le choix des indicateurs individuels ainsi que leur poids relatif dans l'agrégat restent nécessairement dans une certaine mesure discrétionnaires, puisqu'il n'y a pas de critère objectif permettant de juger qu'un facteur spécifique soit *n* fois plus relevant pour la compétitivité d'une économie qu'un autre facteur.

Beaucoup de facteurs différents et d'approches divergentes peuvent être pris en compte dans une analyse du niveau et de l'évolution de la compétitivité. Un aspect de la compétitivité fréquemment évoqué est la performance exportatrice d'une économie, approximée par l'évolution des parts de marchés des exportateurs du pays sous revue.

C'est à ce niveau qu'intervient la méthodologie relative à l'«Analyse de la part de marché constant» (APMC). Elle décompose l'évolution des exportations en une composante «structure» d'une part et un résidu, la composante «compétitivité», d'autre part.

1.2 PRINCIPE DE L'APMC

L'idée à la base de l'APMC est simple. Une augmentation (diminution) de la part de marché peut au moins en partie ne pas être due à un gain (une perte) de compétitivité – telle que par exemple mesurée par les indicateurs de compétitivités prix/coûts évoqués – mais au simple fait que dès le début de la période sous revue, les exportations du Luxembourg aient été relativement plus (moins) spécialisées dans des catégories de biens qui dans la suite ont connu une demande internationale plus (moins) forte que la demande internationale moyenne. De même, il se peut que les exportations du Luxembourg aient plus que proportionnellement été orientées dès le «début» vers des pays dont les importations ont par la suite plus fortement augmenté que ceux du marché de référence.

Ainsi, sans qu'à l'intérieur d'une seule catégorie de biens – et de même à l'intérieur d'un pays spécifique –, les exportations luxembourgeoises réalisent une modification de leur part de marché, la part de marché des exportations luxembourgeoises *totales* peut subir une modification par le seul fait que le commerce international des différents biens – comme les importations des différents pays – ne se développe pas à un rythme unique, identique.

L'idée est donc qu'une partie de la performance exportatrice relative d'un pays n'est pas due à une modification de sa compétitivité, mais à la *structure* de ses exportations en termes de produits et de destinations. L'APMC permet d'isoler cet effet de structure.

Cet effet de structure peut être divisé en un effet «produit (ou bien)» et un effet «marché (ou pays)»².

¹ Par Erik Walch et Paolo Guarda (Programmation)

² S'y ajoute une troisième composante de l'effet «structure», l'effet «mixte», qui est un résidu et qui correspond à l'interaction entre l'effet «produit» et l'effet «destination». Pour une présentation détaillée de la méthodologie, voir ECB: Occasional Paper No 30: «Competitiveness and the Export Performance of the Euro Area», June 2005.

L'impact d'une modification de la compétitivité sur la performance exportatrice serait alors reflété dans la différence entre la variation de la part de marché exportatrice agrégée d'un côté et l'effet «structure» de l'autre côté. L'effet «compétitivité» est ainsi traité comme la variation de la part de marché non expliquée par l'effet «structure».

Dans la suite de cette analyse, l'APMC sera appliquée aux exportations luxembourgeoises de biens.

1.3 CHOIX DES DONNÉES

1.3.1 La zone euro comme repère de référence

Afin d'évaluer au mieux l'évolution de la part de marchés du Luxembourg, l'idéal serait de disposer de données harmonisées relatives aux importations (selon catégories de biens) pour la grande majorité des pays du Monde entier. Hélas, nous ne disposons pas de ces données. Par contre, nous allons considérer que les exportations des pays de la zone euro (EA13) sont un repère de références approprié pour la performance des exportations luxembourgeoises et nous allons vérifier dans quelle mesure un accroissement ou bien une diminution éventuels de la part relative des exportations luxembourgeoises dans les exportations EA13 ont été dus à l'effet «structure» ou bien à l'effet «compétitivité». Nous utilisons 10 catégories de biens ainsi que 36 pays partenaires (dont les résultats, afin de faciliter leur présentation, seront regroupés en 11 entités géographiques). L'étude couvre les années 1999 (année de l'introduction de l'euro) jusqu'à 2007 inclus.

1.3.2 Limitation aux biens

Les données relatives aux exportations selon un grand nombre de pays destinataires et de catégories de produit pour les années 1999 à 2007 dont nous disposons se limitent aux *biens* (en valeur). Les données disponibles auprès d'Eurostat concernant les exportations de services sont trop incomplètes et ne suffisent donc pas à nos fins, surtout en ce qui concerne les échanges internationaux de services financiers.

1.3.3 Concept national vs. concept communautaire

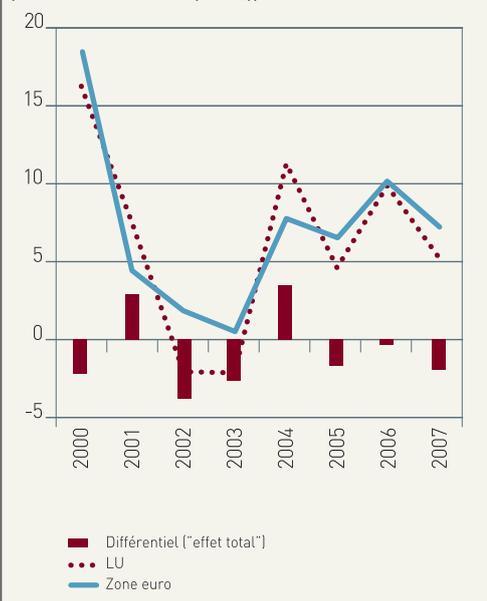
Pour les exportations de biens, Eurostat ne disséminant que des données établies selon le concept «communautaire», l'interprétation de ces données, surtout dans le cas du Luxembourg, s'avère problématique. Le concept «communautaire» traite les biens en transit comme des importations et des exportations. Il s'agit de biens qui sont réexportés immédiatement après leur arrivée de l'étranger ou bien qui sont simplement dédouanés au Luxembourg avant d'être réexportés. Ces flux de biens ne sont cependant pas comptés parmi les importations ni les exportations dans le concept dit «national». Il est vrai que, surtout dans le cas d'un pays aussi petit et «ouvert» que le Luxembourg, des statistiques établies selon le concept «communautaire» risquent de dessiner une fausse image – image trop optimiste – de la performance exportatrice. Vu cette limitation – utilisation de données selon le concept «national» pour le Luxembourg et selon le concept «communautaire» pour la zone euro, il convient d'interpréter les résultats de l'APMC avec prudence.

1.4 RÉSULTATS DE L'APMC

1.4.1 Evolution de la part de marché des exportations luxembourgeoises

L'évolution des exportations totales de biens du Luxembourg a été étroitement liée à celle des exportations de la zone euro (voir graphique 1). Non seulement les taux de croissance à chaque moment ne diffèrent que peu, de plus, les points de retournement sont identiques. Il semble remarquable que les exportations

Graphique 1
Exportations du Luxembourg et de la zone euro
(variation annuelle (en %))



Source: Eurostat, STATEC, calculs BcL

Graphique 2
Part relative des exportations luxembourgeoises
dans les exportations de la zone euro (en %)



Source: Eurostat, STATEC, calculs BcL

d'une économie aussi petite et ouverte n'aient pas évolué de manière nettement plus volatile que celles de la zone euro, dont les chiffres correspondent à une moyenne de 13 pays.

Vu cette évolution relativement parallèle, la part relative du Luxembourg dans les exportations de la zone euro n'a que peu varié au cours de la période sous revue. En fait, elle a, en moyenne, légèrement baissé: de 0,474% en 1999 à 0,445% en 2007. Tandis que pendant la période allant de 1999 à 2004, la part luxembourgeoise n'a pas affiché de tendance claire, les 3 dernières années sous revue sont marquées d'un recul léger et continu de cette part.

La croissance moyenne des exportations de la zone euro est de 6,9% alors que la valeur correspondante pour le Luxembourg s'élève à 6,1%. C'est ce différentiel de croissance d'environ 0,9 p.p. par an que l'APMC permet de diviser en une première partie «effet structure» et une deuxième partie «effet compétitivité»; l'effet «structure» est de plus décomposé dans les 3 parties «produit», «marché» et «mixte».

Le tableau 1 ci-dessous fournit un résumé des résultats de l'APMC.

Tableau 1
Résumé des résultats de l'APMC

(moyennes annuelles en p. p. ³)	2000-2001	2002-2004	2005-2007	1999-2007
Part de marché des exportations LU dans les exportations de la zone euro 13 (en %)	0,473	0,457	0,451	0,460
Variation des exportations de l'EA13 (en %, moyennes annuelles)	11,4	3,4	7,9	7,1
Variation des exportations LU (en %, moyennes annuelles)	11,7	2,3	6,6	6,3
Effet total	0,34	-1,04	-1,34	-0,81
Effet structure	-2,08	-0,16	0,42	-0,42
Effet produit	-0,98	0,06	1,15	0,21
Effet marché	-1,00	0,01	-0,21	-0,32
Effet mixte	-0,11	-0,22	-0,52	-0,31
Effet compétitivité	2,43	-0,88	-1,76	-0,39

Source: Eurostat, STATEC, calculs BcL

Au cours de la première période (2000-2001), un effet structurel en défaveur du Luxembourg a été compensé par un effet compétitivité positif, menant à une croissance moyenne très similaire des exportations des deux économies comparées. De 2002 à 2004, le commerce extérieur est moins dynamique, pour la zone euro au total comme pour le Luxembourg. Les exportations luxembourgeoises n'atteignent pas le rythme de croissance de celles de la zone euro (-1 p.p. de différence par an), sous l'effet d'une compétitivité en recul. Cette perte de compétitivité s'est renforcée dans la période couvrant les 3 dernières années sous revue. Elle aurait mené à une perte de parts de marché plus forte que celle observée, si elle n'avait pas été partiellement compensée par un effet produit positif.

3 Afin que la somme des composantes de l'effet "total" corresponde à la différence entre les taux de croissance des exportations luxembourgeoises et européennes, on utilise ici des moyennes arithmétiques et non pas géométriques.

Les trois périodes prises individuellement, ce sont l'effet compétitivité et l'effet produit qui ont le plus marqué le profil de l'évolution relative des exportations luxembourgeoises. Ces deux effets affichent des tendances opposées: tandis que la spécialisation en termes de produits s'est améliorée depuis la fin des années '90, la perte de compétitivité pèse de plus en plus sur la performance des exportations luxembourgeoises. L'effet mixte n'est pas facile à interpréter. Il reflète le fait que la distribution des exportations à travers des différents pays destinataires n'est pas complètement indépendante de la distribution des exportations selon les différentes catégories de produits. Par conséquent, il n'est pas possible d'imputer la totalité de l'effet structure clairement à ses deux sous-composantes effet «marchés» et effet «produits». Pour une partie de l'effet structure, il n'est pas clair si elle résulte de l'effet «marchés» ou bien de l'effet «produits». Il est donc créée une troisième sous-composante intitulée «effet de structure mixte». La contribution de cet effet est négative dès le début et se renforce au cours des années. En moyenne sur la période sous revue, elle est pratiquement égale à l'effet «marchés» lui-même.

Les résultats de l'APMC seront examinés d'année en année afin de discerner les facteurs à la base de cette évolution.

1.4.2 Décomposition de l'effet total

Le graphique 3 montre que l'impact de la structure des exportations luxembourgeoises sur l'évolution relative des exportations a été négatif entre 1999 et 2003. En 2001 et 2002, l'impact dépasse à chaque fois les -2%.

L'unique gain de parts de marchés avant 2004, survenu en 2001, était exclusivement dû à un effet «compétitivité» particulièrement prononcé, qui a plus que compensé l'impact négatif de la structure des exportations.

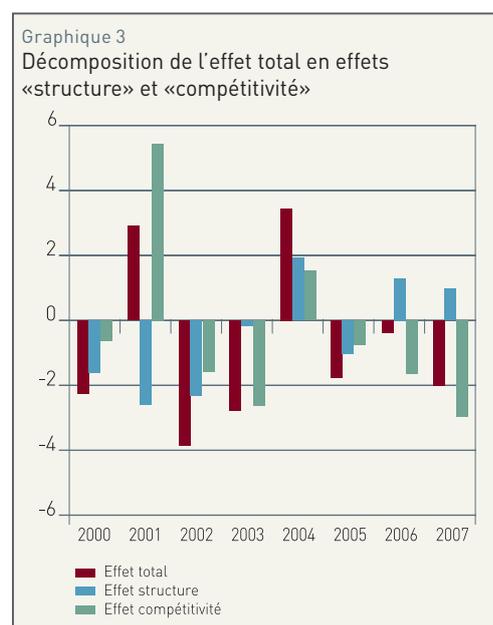
Après 2001, l'influence de l'effet «compétitivité» a été négative à l'exception d'une seule année, tandis que l'effet structure a eu un impact neutre voire positif sur la performance exportatrice à partir de 2003, à l'unique exception de 2005. En effet, pendant 3 ans sur 4 après 2003, la structure des exportations a été favorable à la performance du pays.

1.4.3 Décomposition de l'effet structure

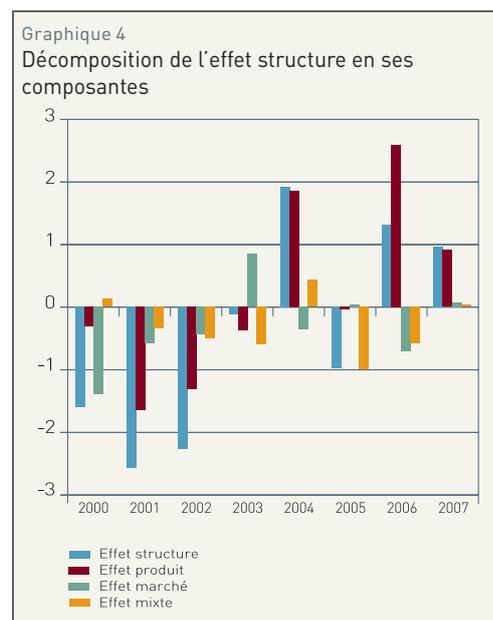
Lorsque l'on procède à la décomposition de l'effet structure, on s'aperçoit que c'est la spécialisation en termes de produits qui domine clairement l'impact de la structure sur les exportations.

Dans ce contexte, on constate un renversement de tendance survenu au cours des années sous revue. Pendant la première moitié de la période observée, la spécialisation en termes de produits des exportateurs luxembourgeois a eu un impact négatif. Cependant, à partir de 2004, la situation change: le Luxembourg exporte, en moyenne, des produits pour lesquels la demande augmente plus rapidement que pour la moyenne des produits.

Par contre, presque à chaque moment, l'orientation géographique des exportations a constitué un frein à la performance, le Luxembourg exportant surtout vers des pays dont les importations – approximées moyennant les importations provenant de la zone euro – ont augmenté à des taux inférieurs à la moyenne.



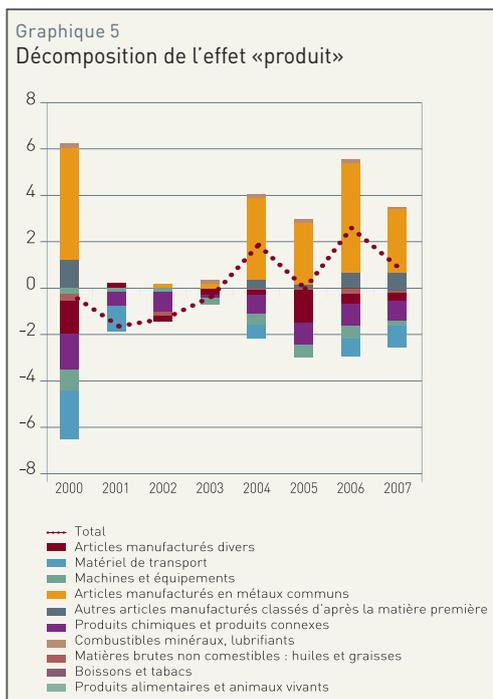
Source: Eurostat, STATEC, calculs BCL



Source: Eurostat, STATEC, calculs BCL

1.4.4 Décomposition de l'effet «produits»

Il est possible d'identifier la contribution de chaque catégorie de biens à l'effet produit. Les contributions sont déterminées en calculant la différence entre la part relative dans l'année de base (t-1) d'une catégorie de biens dans les exportations luxembourgeoises d'une part et dans les exportations de la zone euro d'autre part et en multipliant ce chiffre par le taux de croissance de cette catégorie dans les exportations de la zone euro.

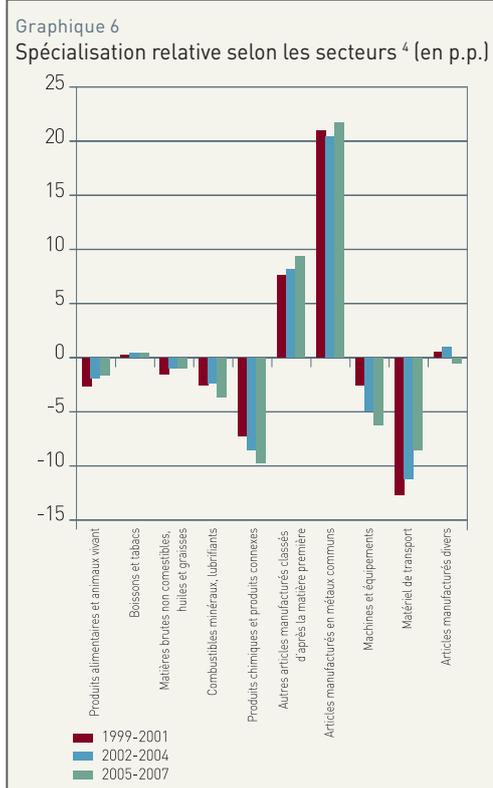


Par exemple, la contribution des «produits chimiques et produits connexes» en 2000 (-1,5 p. p.) correspond à:
 $-1,5 \text{ p. p.} \approx (6,2 - 13,2) * 21,7/100$

où 6,2 correspond à la part relative de cette catégorie de biens dans les exportations luxembourgeoises en 1999, 13,2 est la valeur correspondante pour la zone euro et 21,7 est le taux de croissance mesuré en 2000 pour les exportations de ce secteur au niveau de la zone euro.

Le résultat de ce calcul pour la totalité des catégories de biens et pour toutes les années est étonnant. Ce n'est quasiment qu'une seule catégorie de produits qui contribue positivement: les «Articles manufacturés en métaux communs» (voir graphique 5). Cet impact particulièrement positif résulte de la forte spécialisation luxembourgeoise dans ce secteur, combinée au fait qu'au niveau européen, les exportations de ces biens ont augmenté, entre 1999 et 2007, plus vite que les exportations en moyenne.

A l'exception de la catégorie «Autres articles manufacturés classés d'après la matière première», dont la contribution a été positive ou bien neutre, pratiquement toutes les autres catégories de biens pèsent de manière négative sur l'effet «produit» tout au long de la période sous revue.



Concernant les «Produits chimiques et produits connexes», les «Combustibles minéraux, lubrifiants» ainsi que le «Matériel de transport», leur poids relatif dans les exportations luxembourgeoises, les empêchent de réaliser une contribution positive, bien que le commerce international de ces biens ait connu une évolution assez dynamique.

Un regard plus détaillé sur la spécialisation relative des exportations luxembourgeoises montre le poids dominant des articles manufacturés en métaux communs, qui se maintient tout au long de la période observée (voir graphique 6). Par contre, une désécialisation continue a lieu dans les secteurs des «Produits chimiques et les produits connexes» ainsi que dans le domaine des «Machines et équipements». D'autre part, le poids relatif du «Matériel de transport» ainsi que des «Produits manufacturés classés d'après la matière première» a augmenté.

En ce qui concerne les autres catégories de biens, leur importance relative correspond largement à celle des exportations de la zone euro.

Pour voir si la spécialisation en termes de produits est propice à la croissance (relative) des exportations, il convient de la juxtaposer à l'évolution de la demande

⁴ Calculée comme la différence entre la part relative d'un secteur dans les exportations luxembourgeoises et la part de ce secteur dans les exportations de l'EA13.

Source: Eurostat, STATEC, calculs BcL

internationale [ici approximée moyennant l'évolution des exportations de la zone euro].

Le graphique 7 montre, pour la zone euro, la croissance des exportations des différentes catégories de biens par rapport à la croissance moyenne des exportations. Ceci permet de voir dans quel secteur une spécialisation relative du Luxembourg aurait positivement contribué à des gains de parts de marché.

Il s'avère que la très forte spécialisation du Luxembourg dans les articles manufacturés en métaux communs a joué en faveur de sa performance exportatrice entre 2002 et 2004, mais surtout à partir de 2005. Par contre, le fait que les exportations luxembourgeoises comprennent relativement peu de produits chimiques a constitué un frein pour l'évolution du commerce extérieur, tout comme la spécialisation relative dans le domaine des «autres articles manufacturés classés d'après la matière première». Les résultats pour les combustibles minéraux (taux de croissance très élevés avant 2002 et après 2005) devraient être fortement marqués par l'évolution du prix du pétrole (en euro).

1.4.5 Décomposition de l'effet «marchés»

L'effet marchés a été constamment négatif ou zéro, à l'exception d'une seule année. L'analyse montre donc que l'orientation géographique des exportations luxembourgeoises a eu tendance à freiner leur évolution relative. L'effet «marché» individuel par pays (ou par groupe de pays) est obtenu de manière analogue à celle de l'effet «produit» (voir en haut).

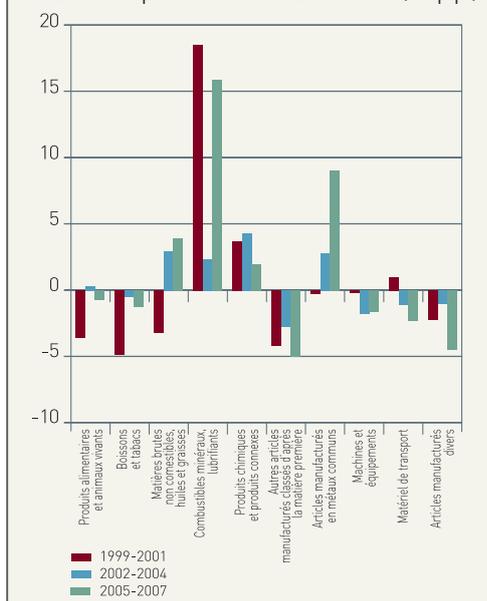
Le fait que le Luxembourg a été peu spécialisé dans les marchés à croissance particulièrement élevée, tels que les pays BRIC⁶ ainsi que les nouveaux Etats Membres de l'UE, l'a empêché de réaliser un effet «marchés» positif. Les trois pays pour lesquels des contributions positives se dégagent sont les pays limitrophes, Allemagne, Belgique et France, en raison du poids élevé de ces pays dans les exportations du Luxembourg ; cependant les flux d'exportations des économies servant de référence vers ces pays évoluent de manière relativement lente.

Comme pour les différentes classes de biens, on va procéder à une analyse plus détaillée de la spécialisation relative, en termes géographiques, des exportations luxembourgeoises.

Le profil de la spécialisation relative du commerce international luxembourgeois semble clair: en comparaison à la zone euro des 13 pays membres, les exportateurs luxembourgeois sont beaucoup plus orientés vers nos 3 pays voisins. Tandis qu'au début de la période observée, le degré de spécialisation relative sur les marchés allemands et français était quasiment identique, les exportations sont aujourd'hui relativement plus orientées vers notre voisin à l'Est.

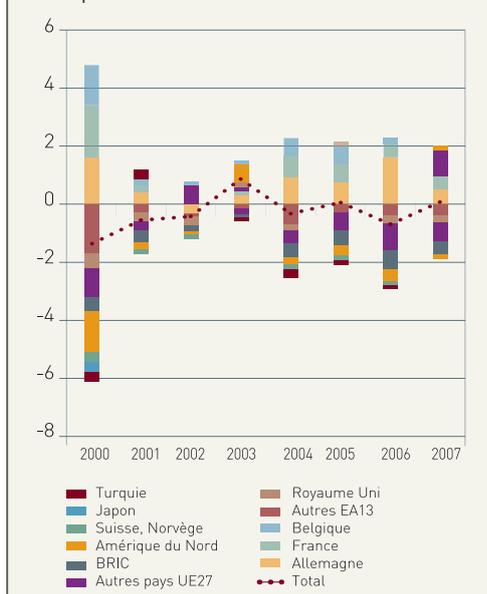
L'autre face de la médaille consiste en une faible orientation de nos exportations vers les autres pays de la zone euro respectivement vers les autres Etats membres de l'Union des 27, y compris les nouveaux

Graphique 7
Croissance relative des différents secteurs au niveau des exportations de la zone euro⁵ (en p.p.)



Source: Eurostat, STATEC, calculs BCL

Graphique 8
Décomposition de l'effet «marché»

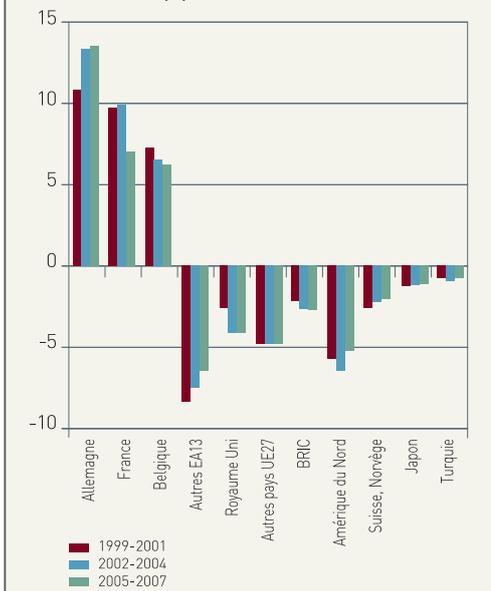


Source: Eurostat, STATEC, calculs BCL

5 Les valeurs sont obtenues en calculant la différence entre les croissances des exportations du secteur respectif et la croissance moyenne des exportations de l'EA 13.

6 Brésil, Russie, Inde, Chine

Graphique 9
Spécialisation relative selon les marchés de destination⁷ (en p.p.)



Source: Eurostat, STATEC, calculs BcL

pays membres. Les exportations vers les pays BRIC, les Etats-Unis comme vers le Canada sont également relativement faibles. Ceci s'applique également, bien qu'à une moindre mesure, à la Suisse, à la Norvège, au Japon et à la Turquie.

La croissance relative des différents marchés de destination (voir graphique suivant) montre que la spécialisation géographique du Luxembourg ne joue pas en sa faveur: ses plus grands débouchés n'augmentent leurs importations qu'à un rythme moyen voir légèrement inférieur à la moyenne. D'autre part, les «autres pays membres de l'UE27» tout comme les pays «BRIC» ont augmenté leurs importations provenant de la zone euro à une vitesse plus élevée. Or, le Luxembourg ne fournit qu'une partie relativement petite de ses exportations vers ces régions. Par conséquence, il profite, toute chose égale par ailleurs, moins de la croissance rapide de ces marchés que la moyenne des Etats membres de la zone euro.

1.4.6 Effet compétitivité

L'évolution et l'impact de la compétitivité sur les exportations, tel que mesuré par l'APMC, ont été présentés dans le tableau 1 ainsi que dans le graphique 3.

Afin d'isoler l'impact d'une catégorie de biens ainsi que d'une destination géographique *individuels* sur la compétitivité, on va procéder à une décomposition de l'effet compétitivité selon ces deux variables.

Les impacts individuels respectifs sont obtenus en calculant d'abord la différence de la croissance d'une catégorie de biens respectivement d'un (groupe de) pays entre le Luxembourg et la zone euro, puis en multipliant cette différence avec la part relative de ce produit ou marché dans les exportations luxembourgeoises observée dans la période précédente.

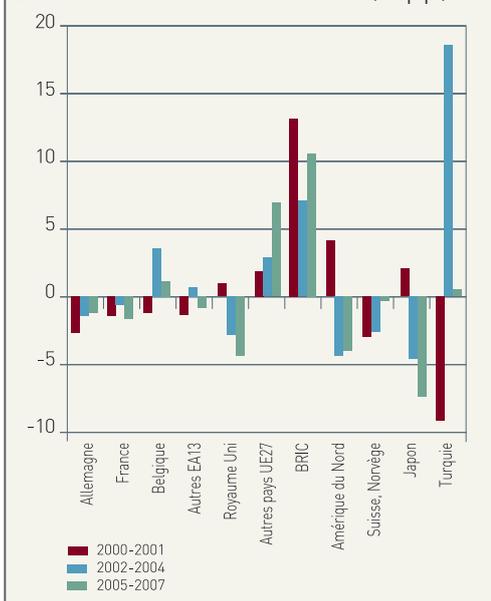
L'effet compétitivité, bien qu'ayant été négatif en moyenne, a été très divers selon *les différents secteurs*: dans 5 secteurs sur 10, des gains de compétitivité ont été réalisés; des pertes sont observées pour 4 secteurs et pour un secteur, en moyenne aucun effet compétitivité ne se dégageait.

Les gains de compétitivité les plus significatifs pour la performance des exportations totales ont été réalisés dans les secteurs «Autres articles manufacturés classés d'après la matière première» et «Matériel de transport», avec des contributions respectives de 0,4 et 0,5 p.p. à l'effet total de -0,4. Par contre, les «Articles manufacturés en métaux communs» qui avaient de loin l'impact positif le plus important sur l'effet «produits» contribuent négativement (-0,7 p.p.): ceci indique qu'en moyenne sur la période observée, les exportations dans ce secteur ont été moins dynamiques que l'évolution de la demande internationale pour ce genre de produit pouvait laisser attendre et cela relativise la forte contribution de ce secteur à la croissance des exportations luxembourgeoises.

Des pertes de compétitivité sont également observées pour le secteur «Produits chimiques et produits connexes» et ceci aussi bien en moyenne que pendant chacune des sous-périodes.

- 7 Calculée comme la différence entre la part relative d'un marché dans les exportations luxembourgeoises et la part de ce marché dans les exportations de la zone euro.
- 8 Les valeurs sont obtenues en calculant la différence entre la croissance des exportations vers le pays ou la région respectifs et la croissance moyenne des exportations de la zone euro.

Graphique 10
Croissance relative des différents marchés de destination au niveau de la zone euro⁸ (en p.p.)



Source: Eurostat, STATEC, calculs BcL

Tableau 2
Contributions des secteurs respectivement des marchés à l'effet compétitivité

	2000-2001	2002-2004	2005-2007	1999-2007
Secteurs				
Produits alimentaires et animaux vivants	0,34	0,10	0,09	0,16
Boissons et tabacs	0,16	0,10	-0,02	0,07
Matières brutes non comestibles; huiles et graisses	-0,06	0,25	-0,03	0,07
Combustibles minéraux, lubrifiants	0,04	0,14	-0,18	0,00
Produits chimiques et produits connexes	-0,27	-0,34	-0,22	-0,28
Autres articles manufacturés classés d'après la matière première	-0,18	0,74	0,40	0,38
Articles manufacturés en métaux communs	-0,39	0,58	-2,16	-0,69
Machines et équipements	2,68	-2,57	0,19	-0,22
Matériel de transport	0,00	0,63	0,66	0,48
Articles manufacturés divers	0,09	-0,51	-0,50	-0,36
Total	2,43	-0,88	-1,76	-0,39
Marchés				
Allemagne	1,02	0,68	-0,18	0,44
France	-0,70	-0,08	-1,34	-0,71
Belgique	-0,19	-0,27	-0,19	-0,22
autres EA13	1,69	0,10	-0,64	0,22
Royaume Uni	0,84	-1,26	0,01	-0,26
Autres pays UE27	-0,05	0,22	0,16	0,13
BRIC	-0,19	0,04	0,24	0,06
Amérique du Nord	-0,09	-0,24	0,07	-0,09
Suisse, Norvège	0,16	-0,06	-0,04	0,00
Japon	0,02	-0,06	0,00	-0,02
Turquie	-0,07	0,06	0,14	0,06
Total	2,43	-0,88	-1,76	-0,39

Source: Eurostat, STATEC, Calculs BCL

Plus en détail, il s'avère que l'effet compétitivité particulièrement positif observé en 2001 (voir graphique 3) est exclusivement dû aux «machines et équipements». Il s'agissait d'un effet isolé, non-récurrent: dans la période suivante (2002 à 2004), l'effet compétitivité de cette catégorie est du même ordre de grandeur mais a le signe opposé et, en moyenne sur la période entière de 9 années, les exportations de ces biens augmentent moins rapidement que l'évolution et la structure de la demande internationale pouvaient laisser attendre (impact de -0,2 p.p. sur l'effet compétitivité moyen de -0,4 p.p.).

Du côté des différentes destinations géographiques, le Luxembourg a perdu en compétitivité sur les marchés français (-0,7), belge (-0,2) et du Royaume-Uni (-0,3 p.p.). Par contre, l'évolution des exportations témoigne d'un gain de compétitivité sur les marchés allemand (0,4 p. p.) et, en moyenne, ceux des «autres membres de la zone euro» comme des «autres Etats Membres de l'Union des 27».

1.5 CONCLUSION

Partant de l'idée que la performance exportatrice d'un pays peut être un indicateur utile pouvant servir à analyser voire mesurer l'évolution de la compétitivité, l'APMC a permis d'aller plus loin et d'isoler l'impact de la structure des exportations de l'impact de la compétitivité proprement dite.

Ainsi l'analyse faite montre que le Luxembourg a en effet perdu des parts de marché au cours de la période sous revue. La structure de nos exportations, plus concrètement leur orientation géographique, a contribué à cette évolution négative. Cependant, la structure de nos exportations est insuffisante pour expliquer à elle seule la totalité de cette perte de parts de marché. Après détermination de l'impact de l'effet



«structure», la moitié du différentiel de croissance entre les exportations luxembourgeoises et celle des pays de référence reste à être expliquée et l'APMC impute ce résidu à l'évolution de la «compétitivité». Si le résultat de l'analyse ne contredit par conséquent pas le message souvent donné que le Luxembourg est en train de perdre de la compétitivité, l'APMC permet cependant de nuancer ces vues en montrant que la structure des exportations est responsable d'une partie de l'évolution relativement plus faible de nos exportations de biens.

Finalement, l'APMC a permis d'identifier l'évolution de la compétitivité – ajustée pour les effets de structure – au niveau des différents secteurs ainsi qu'au niveau des pays partenaires individuels.

Il convient cependant de garder à l'esprit certaines limites de l'APMC. D'abord, elle permet d'identifier l'évolution de la compétitivité à un niveau très désagrégé, mais elle ne révèle pas les *causes* de cette évolution observée. Puis, dans notre cas concret, la comparabilité des données luxembourgeoises et européennes a été limitée par l'utilisation de deux méthodologies non-identiques (concept national et concept communautaire). Par conséquent, les résultats doivent être interprétés avec prudence. Finalement, notre analyse est limitée aux biens, qui ne représentent pas le gros des exportations du Luxembourg. Les conclusions se limitent donc au seul secteur des biens marchands et ne concernent pas la compétitivité de l'ensemble de l'économie. Une analyse incluant l'évolution des services pourra se faire dès que des statistiques suffisamment détaillées deviennent disponibles.

2 REVENUS DES INVESTISSEMENTS DANS LA BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG⁹

2.1 INTRODUCTION

La position extérieure globale et le solde des revenus des investissements analysent de manière complémentaire l'état des relations économiques que le Luxembourg entretient avec le reste du monde. La première présente l'état des avoirs et engagements avec l'extérieur et la seconde les revenus générés par ces investissements.

Au 31/12/2007, le Luxembourg réalise 14% des investissements directs effectués par les résidents de la zone euro dans le reste du monde et 23% des investissements de portefeuille¹⁰. Les revenus de ces investissements luxembourgeois exercent donc un impact significatif à la fois sur l'économie nationale et sur celle de la zone euro.

Ces revenus d'investissements ne sont pas directement collectés auprès des contreparties résidentes mais sont estimés en combinant des sources d'information variées. L'objet de ce chapitre est de présenter deux évolutions méthodologiques importants que la BCL a mises en œuvre récemment. Ces évolutions permettent de se rapprocher des recommandations internationales (FMI et BCE) en la matière.

En premier lieu, la collecte Titre par Titre, qui sera effective début 2009, permettra d'affiner considérablement l'estimation des revenus sur titre, en particulier ceux des OPC.

En second lieu, l'estimation des revenus des *Special Purpose Entities* renforce la cohérence entre les positions d'investissement et les flux de revenu correspondants.

2.2 REVENUS DES OPC ET COLLECTE TITRE PAR TITRE

2.2.1 Données de cadrage sur les revenus des investissements

Les revenus des investissements se dégradent entre 2006 et 2007, le solde passant de -3.6 à -5.1 milliards d'euros. Cette dégradation est particulièrement marquée pour les revenus des investissements directs.

Tableau 3

Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros)

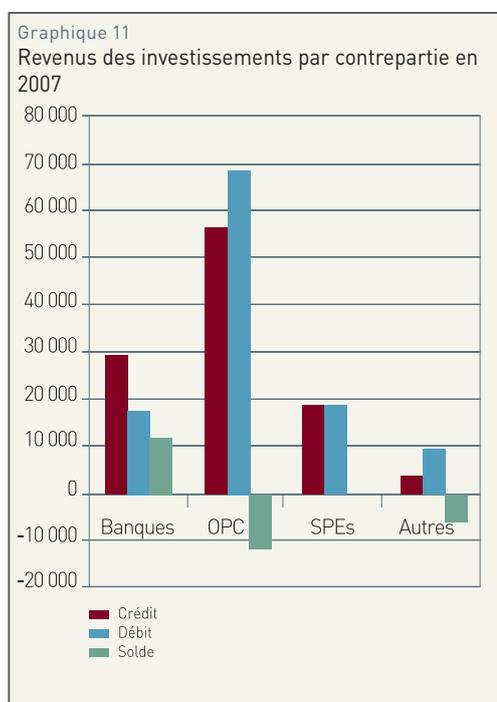
	Revenu total des investissements	dont investissements directs	dont investissement de portefeuille	dont autres investissements
2004	380	-4 541	2 831	2 090
2005	-1 147	-4 097	2 365	585
2006	-3 565	-4 998	2 797	-1 364
1 ^{er} trim.	-787	-1 684	1 371	-474
2 ^e trim.	-1 413	-706	-436	-271
3 ^e trim.	-381	-754	614	-241
4 ^e trim.	-983	-1 855	1 248	-377
2007 (P)	-5 125	-7 340	3 076	-862
1 ^{er} trim. (P)	-1 300	-2 548	1 531	-282
2 ^e trim. (P)	-2 153	-1 859	-88	-206
3 ^e trim. (P)	-727	-2 003	1 533	-257
4 ^e trim. (P)	-946	-929	101	-117
2008				
1 ^{er} trim. (P)	-1 185	-2 454	1 513	-243

Source: BCL, STATEC

⁹ Par Paul Feuvrier

¹⁰ Voir encadré «Contribution du Luxembourg à la position extérieure globale de la zone euro» – bulletin 2006/2 de la BCL p. 80.

Les revenus générés par les actifs luxembourgeois dans le reste du monde sont ainsi bien inférieurs aux revenus que les investisseurs étrangers tirent de leurs placements au Luxembourg.



Source: BCL

Les banques, les OPC et les SPEs sont les principales contreparties générant des revenus d'investissements. Les revenus que les OPC tirent de leurs actifs à l'étranger ne compensent pas les revenus distribués par ces mêmes OPC au reste du monde. Il serait cependant tout à fait abusif de conclure à la lecture de ce résultat que le secteur des OPC contribue négativement au solde courant du Luxembourg. En effet, les échanges de services doivent également être pris en compte. Au final, si les OPC contribuent au solde négatif des revenus des investissements, leur contribution globale à la balance courante du Luxembourg est cependant très positive.

En effet, les OPC placent leurs avoirs essentiellement en titres de créances et titres de participation. Ces avoirs génèrent des revenus enregistrés en crédit dans la balance des paiements. Les intérêts d'emprunts correspondants génèrent un solde négatif du revenu des autres investissements. Le revenu total des OPC est redistribué aux détenteurs de parts qui sont pour l'essentiel non-résidents.

Ces détenteurs non-résidents acquittent par ailleurs des frais de gestion, ce qui, dans la balance des paiements, correspond à des exportations de services financiers (crédit).

Enfin, les promoteurs non-résidents réalisent des investissements directs en créant des sociétés de gestion au Luxembourg. Une partie des frais de gestion que l'on vient d'évoquer est rétrocédée aux promoteurs sous la forme de bénéfices d'investissements directs, ce qui représente un revenu versé au reste du monde (débit).

Malgré la distribution à l'étranger de revenus d'investissements pour un montant de 5.1 milliards d'euros, le secteur des OPC contribue positivement à hauteur de 2.5 milliards d'euros au compte courant de 2007, contribution croissante depuis 2004.

Tableau 4
Contribution des OPC au compte courant du Luxembourg (en millions d'euros)

	Compte courant	dont OPC	Services financiers	dont OPC	Revenu des investissements	dont OPC
2004	3 254	1 890	7 499	6 600	380	-4 710
2005	3 321	2 332	9 583	8 500	-1 147	-6 168
2006	3 547	2 572	12 852	11 600	-3 565	-9 028
2007 (p)	3 570	2 459	15 447	14 100	-5 125	-11 641

Source: BCL, STATEC

Après la présentation de ces quelques données de cadrage relatives aux OPC, venons-en à présent à la méthodologie statistique à proprement parler. Avant de présenter (à partir d'un exemple) comment on estimera à partir de 2009 les revenus des OPC, il est au préalable nécessaire d'introduire succinctement les collectes statistiques auprès des OPC non monétaires et Titre par Titre.

2.2.2 Revenus des OPC sur la base du Titre par Titre

Le projet de collecte auprès des OPC a été décrit dans la circulaire 2007/211 «Nouvelle collecte statistique auprès des OPC non monétaires – Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires».

Avant d'en présenter l'impact sur les revenus, évoquons rapidement la valeur ajoutée de ce projet pour la balance des paiements du Luxembourg.

Il est, de manière générale, souhaitable pour la qualité des statistiques produites de compléter les flux de balance des paiements enregistrés par la BCL par une information auxiliaire permettant de confirmer ou non les agrégats obtenus. A cet égard, on peut dans la situation actuelle «caler» les flux de balance des paiements sur:

- Le bilan mensuel des banques (tableau statistique S1.1),
- Le hors-bilan trimestriel des banques (tableau statistique S2.5),
- Le bilan mensuel des OPC monétaires (tableau statistique S1.3),
- Les souscriptions de part d'OPC monétaires et non monétaires (tableau mensuel O1.1 de la CSSF),
- L'actif net d'OPC monétaires et non monétaires (tableau O1.1 de la CSSF).

Les bilans des OPC non monétaires ne sont à l'heure actuelle disponibles que sur base trimestrielle et de manière agrégée dans le hors bilan des banques (tableaux S2.5). Par conséquent, on est à l'heure actuelle dans l'impossibilité, avant la réception du tableau S2.5, de confirmer les opérations d'investissements des OPC (sauf pour les OPC monétaires) déclarées en balance des paiements par une information auxiliaire. Or la production de la balance des paiements est à périodicité mensuelle. En outre, le tableau S2.5 ne fournit pas de détail par OPC mais seulement des agrégats du hors-bilan des banques.

En permettant de combler cette lacune, la mise en œuvre du projet de collecte auprès des OPC sera donc d'un grand intérêt pour la balance des paiements. Tous les OPC au dessus d'un certain seuil (en termes de Valeur Nette d'Inventaire) feront l'objet d'un reporting détaillé. En pratique, la collecte OFI devrait couvrir 95% de l'actif net des OPC luxembourgeois.

Le reporting auprès des OPC prévoit à la fois un reporting sur la base du Titre par Titre et un reporting bilantaire agrégé (Tableau 5).

Tableau 5
Schéma de collecte auprès des OPC

1 Actif	Subdivisions			
	Echéance initiale	Pays	Devise	Secteur économique
Créances	agr	agr	agr	agr
Titres de créances détenus	tpt	tpt	tpt	
Actions et parts d'OPC	tpt	tpt	tpt	
Actifs immobilisés	agr	agr	agr	agr
Autres actifs	agr	agr	agr	
Instruments financiers dérivés	tpt	tpt	tpt	
Total	agr	agr	agr	agr

2 Passif	Subdivisions			
	Echéance initiale	Pays	Devise	Secteur économique
Emprunts	agr	agr	agr	agr
Parts émises	tpt	tpt	tpt	
Autres passifs	agr	agr	agr	
Instruments financiers dérivés	tpt	tpt	tpt	
Total	agr	agr	agr	agr

agr: données collectées de manière agrégée en suivant une ventilation détaillée

tpt: données collectées sur la base du Titre par Titre

En gras: rubriques utilisées pour le calcul des revenus

Source: BCL

A l'actif, on pourra calculer les revenus sur la base du Titre par Titre en distinguant les différents instruments. La BCL disposera, via le reporting auprès des OPC et la collecte Titre par Titre, du détail du portefeuille titres des OPC, ce qui permettra d'affiner considérablement le calcul des revenus, comme le résume le tableau 6.

Tableau 6
Vers une collecte plus détaillée auprès des OPC

Type d'OPC	Système de collecte actuel		Système en vigueur à partir de 2009	
	Monétaire	Non monétaire	Monétaire	Non monétaire
Périodicité	Mensuelle	Trimestrielle	Mensuelle	Mensuelle
Bilan mensuel disponible	Oui	Non	Oui	Estimation à partir du bilan trimestriel
Collecte Titre par Titre	Non	Non	Oui	Oui

Source: BCL

Dans le cadre de la collecte «Titre par Titre» (mise en œuvre au Luxembourg en 2009), les contreparties ne fournissent pas seulement au compilateur un agrégat statistique (par exemple les titres du marché monétaires émis en Allemagne et libellés en euros) mais l'ensemble des éléments qui composent cet agrégat, c'est-à-dire des informations individuelles relatives aux titres qui composent l'agrégat statistique.

Dans cette approche, les revenus des investissements sont calculés au niveau individuel (micro économique), donc au niveau du titre et non plus au niveau agrégé comme aujourd'hui. Dans le cas d'un OPC, on connaît chaque mois le détail du portefeuille titres à l'actif. On est ainsi en mesure de calculer le revenu de l'OPC en faisant la somme des revenus courus sur tous les titres.

La CSDB (Centralised Securities Database) est une base de données coordonnée par la BCE et produite par le SEBC, impliquant une étroite collaboration entre la Banque centrale européenne et les Banques Centrales Nationales. La mise en place de cette base de données poursuit deux objectifs:

- d'une part, fournir au SEBC une base de données de référence pour les instruments financiers, essentiellement titres de créance et titres de participation,
- d'autre part, permettre la compilation de statistiques, en particulier pour la balance des paiements.

La collecte Titre par Titre sera articulée avec la CSDB, en particulier pour la collecte des variables relatives aux revenus des investissements.

2.2.3 De l'approche «créditeur» à l'approche «débiteur»

On peut estimer le revenu des titres de créance par deux méthodes.

Approche «créditeur» (méthode actuelle, préconisée par le cinquième manuel de la balance des paiements et actuellement mise en œuvre par la BCL)

Le calcul du revenu se base sur le taux d'intérêt du marché:

Revenu couru = rendement x valeur de marché du titre

Approche «débiteur» (point de vue de l'émetteur, méthode en vigueur à partir de 2009)

Le calcul du revenu se base sur le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission du titre:

Revenu couru = part due à la différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission + coupon couru

Quels sont les points forts et les points faibles de chaque approche ? Du point de vue pratique et dans un contexte de collecte Titre par Titre, l'approche «débiteur» fournit sans doute des données de meilleure qualité que l'approche «créditeur».

Dans l'approche «créditeur», les flux de revenus dépendent chaque mois des caractéristiques du marché (yield to maturity) et ne sont donc pas connus au départ. Si les marchés sont volatils, la collecte de l'information est particulièrement difficile. Par ailleurs, les informations sont à collecter auprès des détenteurs du titre, qui peuvent se succéder à un rythme élevé avant que le titre n'arrive à échéance (marché secondaire).

Dans l'approche «débiteur», on collecte les caractéristiques d'un titre de créance négociable auprès de l'émetteur. Les flux de revenus générés sont connus dès le départ et ne sont, en principe, pas amenés à être révisés jusqu'à ce que le titre arrive à maturité. On ne parle ici cependant que du montant des revenus et pas des caractéristiques des détenteurs du titre au fil du temps (secteur économique et nationalité), qui, elles, peuvent changer. L'approche «débiteur» est actuellement retenue par les comptables nationaux.

2.2.4 Revenus des OPC dans la balance des paiements: un exemple

On décrit ici à partir d'un exemple le traitement futur des revenus d'un OPC Luxembourgeois dans la balance des paiements. Le niveau de détail présenté est celui du sixième manuel de balance des paiements (non encore finalisé). Par ailleurs, les traitements mentionnés ici ne pourront être effectifs que lorsque les nouvelles collectes que l'on vient d'évoquer seront opérationnelles.

Le tableau 7 présente les revenus perçus par l'OPC durant un trimestre et le tableau 8, les enregistrements correspondants en balance des paiements.

Tableau 7
Revenus des OPC en balance des paiements – un exemple

Opération	Rubrique		C/D	Source	Jan.	Fév.	Mar.
Revenus courus et perçus (actif)	Intérêts courus sur titres de créances LT émis à l'étranger (approche "débitteur")	(a)	C	TPT	30	30	30
	Dividendes reçus sur titres de participations étrangers	(b)	C	TPT	50	10	7
	Revenus courus sur fonds d'investissement non-résidents	(c)	C	TPT	5	8	3
	Dividendes perçus sur fonds d'investissement non-résidents	(c paie.)	C	TPT	0	0	2
	Revenus courus sur fonds d'investissement résidents	(d)	C	TPT	2	3	1
	Dividendes perçus sur fonds d'investissement résidents	(d paie.)	C	TPT	0	0	0,5
	Intérêts courus sur dépôt à l'étranger	(e)	C	OPC	3	3	3
	Intérêts courus sur dépôt résident	(f)	C	OPC	1	1	1
Intérêts versés	Intérêts courus sur une dette étrangère	(g)	D	OPC	4	4	4
	Intérêts courus sur une dette résidente	(h)	D	OPC	3	3	3
Frais	Frais de gestion	(x)	C	OPC	6	0	0
	Frais de gestion à la charge des actionnaires non-résidents	(y) = (x)* 96%	C	OPC	6	0	0
Revenu couru de l'OPC	Revenu couru de l'OPC (y compris sur actifs résidents)	(i) = (a) +(b) + (c) +(d) +(e) +(f) - (g) - (h)	Net	EST	84	48	38
	96% alloués aux non-résidents	(j) = (i) * 96%	Net	EST	81	46	36
Revenus effectivement perçus et versés par l'OPC	Paiement d'intérêts sur les obligations étrangères (compte financier) - désinvestissement (+) en obligations	(k)	Net	TPT	0	0	120
	Dividendes payés aux actionnaires du fond	(l)	D	TPT	0	20	0
	Dividendes payés aux actionnaires non-résidents du fond	(m) = (l) * 96%	D	EST	0	19	0

C = Crédit, D = Débit

TPT: source = TPT + CSDB

OPC: source = application d'un taux d'intérêt de référence aux positions correspondantes du bilan autres que les positions en titres.

Le bilan de l'OPC est fourni à périodicité trimestrielle et estimé à périodicité mensuelle.

EST: estimations BCL

Source: BCL

Tableau 8
Enregistrement des revenus de l'OPC

Compte courant	Crédit			Débit			Net		
	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.
	Services financiers	6						6	
Frais de gestion directement facturés	6						6		
Revenus des investissements de portefeuille									
Investissements de portefeuille	85	48	40	81	46	36	4	2	4
Revenus sur actions et fonds d'investissement autres qu'intérêts	55	18	10	81	46	36	-26	-28	-26
Dividendes sur actions autres que fonds d'investissement	50	10	7				50	10	7
Revenus sur fonds d'investissement	5	8	3	81	46	36	-76	-38	-33
Dividendes sur fonds d'investissement			2	6		19	-6		-17
Bénéfices réinvestis	5	8	1	75	46	17	-70	-38	-16
			1 = 3-2	75 = 81-6		17 = 36-19			
Dividendes sur fonds d'investissement résidents - LU	2	3	1				2	3	1
Intérêts	30	30	30				30	30	30
Court terme									
Long terme	30	30	30				30	30	30
Autres investissements	3	3	3	4	4	4	-1	-1	-1
Revenus sur actions et fonds d'investissement autres qu'intérêts									
Dont: revenus sur fonds d'investissement									
Intérêts	3	3	3	4	4	4	-1	-1	-1
Intérêts - LU	1	1	1	3	3	3	-2	-2	-2

Compte financier	Actif			Passif			Net		
	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.	Jan.	Fév.	Mar.
Revenus des investissements de portefeuille	-35	-38	89	75	46	17	40	8	106
F5P Actions et fonds d'investissement	-5	-8	-1	75	46	17	70	38	16
F51P Actions autres que fonds d'investissement									
F511P cotées									
F512P non cotées									
F52P Fonds d'investissement	-5	-8	-1	75	46	17	70	38	16
			-1 = -3-2	75 = 81-6		17 = 36-19			
dont F521P Fonds monétaires									
F3P Titres de créance	-30	-30	90				-30	-30	90
			-30 + 120						

Source: BCL



Pour les revenus sur titres de créance, on calcule les revenus courus (en utilisant à la fois la CSDB et la collecte Titre par Titre) en suivant l'approche débiteur (a). On sait par ailleurs à quelle date les intérêts sont effectivement payés (k).

Pour les titres de participation, on calcule (toujours en utilisant à la fois la CSDB et la collecte Titre par Titre) les dividendes perçus sur les actions (b) ainsi que sur les fonds d'investissement ((c), (d)).

Finalement, pour les revenus des autres investissements, on calcule les intérêts courus sur les dépôts (actif) et emprunts (passif) en appliquant un taux d'intérêt de référence (benchmark yield) aux positions correspondantes à l'actif et au passif, ces positions étant disponibles via le reporting des OPC.

Afin d'aboutir aux revenus distribués au reste du monde (débit), on calcule le revenu couru de l'OPC (i) en effectuant la somme des revenus sur actifs (résidents ou non), nets des intérêts d'emprunts. Les revenus perçus sur les actifs résidents sont naturellement exclus des crédits de balance des paiements.

Une des caractéristiques du secteur des OPC au Luxembourg est que ces OPC sont presque intégralement commercialisés à l'étranger. On suppose que les OPC résidents comptant parmi leurs actionnaires d'autres OPC résidents forment l'essentiel de la clientèle résidente des OPC. On estime (hors-bilan des banques et bilans annuels des OPC de la CSSF) que 4 % de l'actif des OPC résidents est constitué de parts d'autres OPC luxembourgeois. On en déduit que 96% des détenteurs d'OPC luxembourgeois sont non-résidents et on alloue 96% des revenus courus du fond au reste du monde (j). Cette allocation se fait entièrement sur le poste «fonds d'investissement», quel que soit l'instrument financier (obligation, action, dépôt) ayant généré le revenu à l'actif.

Par ailleurs, le fond distribue un dividende à ses actionnaires (l).

De plus, l'OPC facture à ses actionnaires des frais de gestion (x).

Passons à présent à l'enregistrement de ces opérations en balance des paiements.

Les revenus courus sur titres de créance sont enregistrés dans le compte financier en tant qu'accroissement de l'actif (-). Le paiement effectif des intérêts vient contrebalancer ce flux en diminuant l'actif (+). Dans notre exemple, le paiement de + 120 vient contrebalancer le revenu couru (-30), si bien que le solde est +90. Dans le cas où les coupons sont de fait payés tous les mois (ou si le compilateur ne dispose pas d'information en la matière), les intérêts courus ne sont pas enregistrés dans le compte financier.

Les dividendes sur actions autres que fonds d'investissement étant effectivement payés, aucune transaction n'est enregistrée dans le compte financier.

Pour les dividendes sur OPC, la CSDB donne à la fois les «revenus courus» des OPC et les dividendes effectivement payés. Le revenu couru est réinvesti tous les mois. Le revenu effectivement reçu en mars (2) est retiré du revenu couru (3) si bien que le bénéfice réinvesti se limite à 1. La distinction entre revenu couru et revenu versé par les OPC résidents n'exerce aucun impact sur la balance des paiements.

Le revenu couru de l'OPC défini plus haut est réinvesti dans le fond, ce qui constitue chaque mois un accroissement du passif (+), sous la rubrique «fonds d'investissements».

Les frais de gestion payés en janvier (6) sont retirés de la rubrique correspondante (81) si bien que le montant réinvesti se limite à 75.

Dans le compte courant, le dividende distribué par l'OPC en mars (19) est retiré des bénéfices réinvestis, l'ensemble «revenu des fonds d'investissement» (36 en mars) demeurant égal au «revenu couru» du fond. Dans le compte financier, la distribution effective du dividende entraîne un désinvestissement (-), qui vient contrebalancer l'investissement initial (36).

2.3 CONTRIBUTION DES SPES AUX REVENUS DES INVESTISSEMENTS

2.3.1 Définition d'une Special Purpose Entity (SPE)

Il n'existe pas de définition reconnue internationalement des Special Purpose Entities (SPEs). On se réfère généralement davantage à des formes juridiques nationales qu'à une activité économique. Au Luxembourg, les SPEs sont des entités regroupant diverses catégories de sociétés financières non-bancaires:

- Sociétés Holdings,
- Auxiliaires financiers,
- Autres intermédiaires financiers.

L'activité de la plupart de ces sociétés se limite à la prise de participation dans d'autres sociétés luxembourgeoises ou étrangères et à la gestion de ces participations. Elles peuvent également gérer des valeurs mobilières, émettre des emprunts obligataires ou encore effectuer des opérations de titrisation. Elles n'exercent pas d'activités industrielles ou commerciales propres.

2.3.2 Définition des revenus courus et méthode de calcul

Le concept de revenu «couru» signifie que les revenus sont enregistrés sur la base des droits et obligations constatés. La méthode décrite ici s'inspire donc de celle qu'on vient de voir à propos des OPC. On prend l'exemple d'un titre de créance émis à l'étranger et détenu par un résident luxembourgeois. On suppose que ce titre de créance donne droit au versement d'un intérêt à une période donnée mais que le créancier ne perçoit pas immédiatement cet intérêt sur son compte bancaire au Luxembourg. L'intérêt étant dû, il sera toutefois, selon le principe des revenus courus, enregistré au crédit de la balance des paiements.

2.3.3 Résumé de la méthode

Le tableau suivant (Tableau 9) résume les stocks en présence (avoirs et engagements), les flux de revenus afférents pour les différents types d'investissement et la méthode proposée pour le calcul des revenus. Par exemple, la première ligne se lit comme suit: les SPEs (résidents luxembourgeois) réalisent des investissements directs dans le reste du monde dont les encours sont consignés sous le code FMI 519. Pour estimer les revenus générés par ces investissements, on utilise, comme on le verra dans la suite, des taux de dividende issus de sources externes.

Les avoirs d'investissements directs (FMI 519) génèrent des dividendes enregistrés au crédit (FMI 332 – crédit). Réciproquement, les engagements d'investissements directs (FMI 569) génèrent des dividendes enregistrés au débit (FMI 332 – débit).

Tableau 9
Méthodologie résumée du calcul des revenus des SPEs

	Positions		Flux		
	Code FMI	Libellé	Méthode de calcul des revenus	Code FMI	Sens
Avoirs dans le reste du monde	519	Investissements directs des SPEs à l'étranger	Taux de dividende – source Bloomberg	332	Crédit
	539	Prêts octroyés par les SPEs aux filiales du groupe à l'étranger	Taux d'intérêt à long terme – source FMI	334	Crédit
Engagements au Luxembourg	569	Investissements directs de l'étranger dans des SPEs résidentes	Répartition des dividendes générés par les avoirs (519 et 539) selon une ventilation géographique définie	332	Débit
	589	Prêts octroyés par les filiales du groupe à l'étranger aux SPEs résidentes	Répartition des intérêts générés par les avoirs (519 et 539) selon une ventilation géographique définie par les engagements (589)	334	Débit

Source: BCL

Les précisions suivantes sont utiles.

Le taux de rendement des avoirs en capital des SPEs dans un pays donné est celui des sociétés cotées. En particulier, on n'opère aucune distinction selon le secteur d'activité.

Le taux d'intérêt appliqué sur les créances détenues sur les autres filiales du groupe dans un pays donné est le taux d'intérêt long terme fourni par le FMI et correspondant au rendement des emprunts d'Etat.

Les deux hypothèses précédentes sont d'autant plus difficiles à accepter qu'on sait par ailleurs que les transactions entre filiales d'un même groupe se font très probablement à des prix qui ne sont pas des prix de marché mais au contraire, dans la limite des règles juridiques et fiscales, à des prix de «transfert». Dans certains cas, cette distorsion de prix peut être la principale justification de l'existence de la SPE. Cependant, dans le cas où des prix de transferts seraient pratiqués, le FMI recommande alors d'utiliser plutôt des prix de marché, ce qui va dans le sens de la méthode présentée ici. Enfin, la question des prix de transfert et de leur traitement statistique dépasse le cadre des SPEs en posant un problème global aux statistiques économiques.

L'hypothèse d'une compensation parfaite entre les revenus entrants et sortants, bien que forte, se justifie cependant par l'équilibre relatif de la position nette du Luxembourg en termes de stocks d'investissements directs. Ainsi, le solde de la position SPEs du Luxembourg au 31/12/2007, donc les avoirs des SPEs nets de leurs engagements, ne représentaient que 7,4% des avoirs des SPEs.

On suppose que les bénéfices tirés des investissements des SPEs sont distribués à l'actionnaire final, le SPE n'étant qu'un élément intermédiaire dans la chaîne des actionnaires. Par ailleurs, on estime que les revenus perçus sur l'actif sont immédiatement distribués au passif (pas de décalage temporel).

En l'absence de tout proxy permettant de calculer la part des bénéfices distribués ou réinvestis, on suppose que tous les bénéfices sont distribués. On n'enregistre par conséquent aucune entrée dans le compte financier et on ne calcule pas de bénéfices réinvestis pour les SPEs.

En conclusion, la méthode proposée ici présente donc un caractère relativement arbitraire. En effet, d'autres méthodes auraient également été envisageables. On aurait ainsi pu estimer des revenus courus sur les engagements (débits) et calculer les crédits au prorata des positions à l'actif (méthode symétrique de la méthode retenue ici). On estime cependant que la ventilation géographique de la contrepartie non-résidente est meilleure à l'actif qu'au passif, ce qui plaide en faveur de la première méthode.

Ces hypothèses méthodologiques étant posées, présentons à présent le détail du calcul des revenus des SPEs.

2.3.4 Calcul effectif des revenus courus

On opère en plusieurs étapes:

- (i) On calcule des revenus «courus» sur les avoirs (crédits) en distinguant les opérations en capital des autres investissements. A ce stade on obtient des dividendes et intérêts ventilés par pays. On reviendra plus loin sur ce calcul des revenus courus mais on suppose (pour présenter globalement la méthode) qu'ils sont connus.
- (ii) L'hypothèse de compensation parfaite entre les revenus entrants et sortants s'écrit:

$$\sum_{p=1}^P (\text{FMI 332 } C_p + \text{FMI 334 } C_p) = \sum_{p=1}^P (\text{FMI 332 } D_p + \text{FMI 334 } D_p)$$

Avec:

FMI 332 C_p = dividendes reçus au titre des avoirs luxembourgeois dans le pays p (crédit du code FMI 332) – calculés,

FMI 334 C_p = intérêts perçus sur les créances luxembourgeoises dans le pays p (crédit du code FMI 332) – calculés,

FMI 332 D_p = dividendes versés au titre des engagements luxembourgeois dans le pays p (débit du code FMI 332) – non encore calculés,

FMI 334 D_p = intérêts versés sur les dettes luxembourgeoises dans le pays p (débit du code FMI 332) – non encore calculés.

On calcule d'abord globalement (sans utiliser la décomposition par pays) la ventilation des débits entre opérations en capital des autres investissements (FMI 332 D et FMI 334 D) au prorata des stocks correspondants FMI 539 et FMI 589.

- (iii) On calcule enfin la ventilation géographique détaillée de FMI 332 D d'une part et de FMI 334 D d'autre part en utilisant encore une fois les engagements correspondants 569 et 589.

Pour les opérations en capital, on a:

$$\forall p^*, \quad \underbrace{\text{FMI 332 } D_{p^*}}_{\text{Dividendes versés au pays } p^* \text{ (débit)}} = \underbrace{\frac{\sum_{p=1}^P \text{FMI 569}_p}{\sum_{p=1}^P \text{FMI 569}_p + \sum_{p=1}^P \text{FMI 589}_p}}_{\text{poids global des opérations en capital dans les engagements}} \left(\underbrace{\sum_{p=1}^P \text{FMI 332 } C_p + \text{FMI 334 } C_p}_{\text{revenus sur actif}} \right)$$

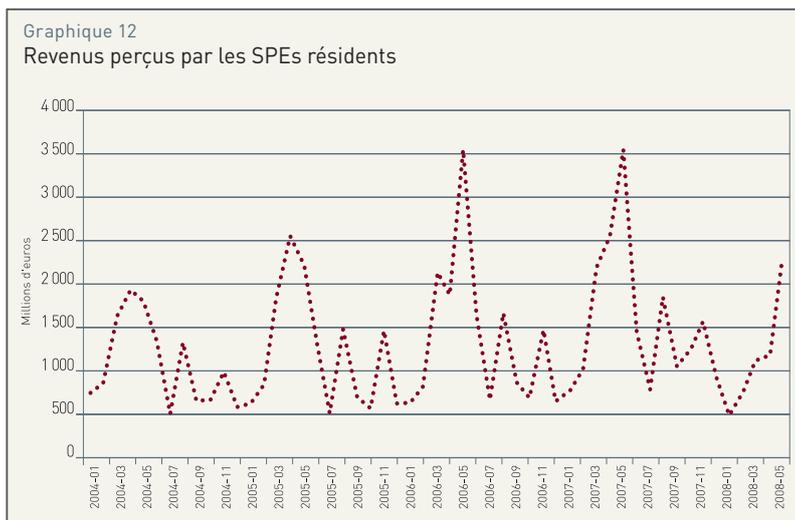
$\underbrace{\text{W FMI 569}_{p^*}}_{\text{Poids du pays } p^* \text{ dans les engagements à l'aune des opérations en capital}}$

avec:

$$\text{W FMI 569}_{p^*} = \frac{\text{FMI 569}_{p^*}}{\sum_{p=1}^P \text{FMI 569}_p}$$

Pour les prêts intra groupe (iii):

$$W \text{ FMI } 589_{p^*} = \frac{\text{FMI } 589_{p^*}}{\sum_{p=1}^p \text{FMI } 589_p}$$



Source: BCL

2.3.5 Revenus estimés

Les revenus perçus par les SPEs résidents s'élèvent en 2008 à 18 milliards d'euros. Ces revenus présentent une forte composante saisonnière, qui s'explique par le poids élevé des investissements en capital (générateurs de dividendes) dans le stock d'investissements des SPEs. En effet, si le versement de dividendes s'effectue régulièrement tout au long de l'année aux Etats-Unis ainsi qu'au Royaume Uni, il présente en revanche de fortes composantes saisonnières en Europe continentale ainsi qu'au Japon.

2.4 CONCLUSION

L'estimation de revenus des SPEs sur la base des revenus courus améliore fortement la comparabilité internationale des données luxembourgeoises. De même, la collecte Titre par Titre combinée à celle relative aux OPC permettra d'affiner l'estimation du revenu des OPC et constituera une innovation considérable, vu le poids des fonds d'investissements au Luxembourg.

Enfin, dans un souci de cohérence avec les recommandations internationales (sixième manuel de balance des paiements publié par le FMI), on passera pour les revenus des titres de créance d'une approche «créditeur» (actuellement préconisée par le cinquième manuel et appliquée par la BCL) à une approche «débiteur». Cette approche est déjà retenue par les comptables nationaux (compte du reste du monde), si bien que la cohérence entre les deux sources (balance des paiements et comptabilité nationale) sera renforcée.

3 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES «COMMUNICATION DE L'EUROSYSTÈME ET ANTICIPATIONS DES MARCHÉS FINANCIERS»

La communication d'une banque centrale est primordiale pour expliquer la politique monétaire aux marchés financiers et au grand public. Ceci est vrai pour plusieurs raisons. D'abord, la banque centrale se doit d'expliquer la décision la plus récente, donc la politique monétaire de court terme. Ensuite, il faut expliquer les actions de court terme dans le contexte plus large de l'orientation de la politique monétaire à moyen terme. En général, une bonne communication améliore l'efficacité du mécanisme de transmission et minimise la volatilité des marchés financiers. Pour assurer une communication exhaustive et compréhensible, toute décision de politique monétaire de l'Eurosystème lors de la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs est accompagnée par trois éléments de communication spécifiques: une déclaration de presse renseignant la décision prise, la *Déclaration introductive* et la session *Questions & Réponses*. Comme ces trois éléments de communication se déroulent chaque mois le jour même de la réunion des gouverneurs de l'Eurosystème, ils assurent un délai de communication et de clarification très court par rapport à d'autres banques centrales du monde industrialisé.

Le but de ce papier est d'analyser l'impact de la communication de l'Eurosystème sur les anticipations en matière des taux d'intérêts au sein de la zone euro. De plus, l'impact de la communication de l'Eurosystème sur les attentes en ce qui concerne les taux d'intérêt est comparé avec celui de la publication de chiffres clés se référant aux économies européenne et américaine. Nous étudions également l'impact de *mots clés* utilisés par le Président de la Banque centrale européenne (tels que «*strong vigilance*», «*accommodative*», «*monitor closely*») souvent interprétés par les médias comme indication sur l'orientation de la politique monétaire à court terme.

L'analyse consiste en deux parties principales:

La première partie de cette étude se focalise sur les anticipations du marché en matière de niveau des taux d'intérêt et la distribution de ces attentes autour de la moyenne. Elle se base sur l'analyse des prix d'options sur les contrats futurs sur les taux d'intérêt Euribor à 3 mois, selon la méthodologie des densités neutres au risque. À l'aide de la densité estimée, il est possible d'identifier les probabilités que les acteurs des marchés financiers attachent aux taux d'intérêt du marché interbancaire à 3 mois à différents horizons, ainsi que de déterminer le degré d'incertitude sous-jacente au futur niveau du taux d'intérêt et d'identifier une éventuelle asymétrie dans la distribution. En estimant les densités neutres au risque journalières à travers le temps, cette partie évalue l'impact de la communication ainsi que de la publication des données macroéconomiques sur le niveau et sur la distribution des anticipations des marchés financiers.

La deuxième partie de l'analyse évalue les effets de la communication à travers la structure par terme des taux d'intérêt. Pour cela, l'étude se base sur la structure par terme des taux d'intérêt implicites. Cette structure est obtenue par l'intermédiaire de l'estimation de la courbe de rendements des obligations à coupon zéro proposée par Nelson et Siegel (1987) et étendue par Svensson (1994), qui offrent une flexibilité élevée en ce qui concerne la structure par terme des taux d'intérêt (par exemple: courbe monotone, structure inversée, plusieurs soulèvements). Cette méthodologie permet d'estimer des taux d'intérêt à terme implicites et instantanés. Cet outil sert à identifier, à un temps donné, les attentes des marchés financiers concernant la future trajectoire des taux d'intérêt de court terme et, plus généralement, les attentes en ce qui concerne l'orientation future de la politique monétaire. L'estimation des taux d'intérêt implicites s'effectue sur base des prix journaliers des obligations d'Etat allemandes et françaises (principales obligations d'Etat de la zone euro) avec une échéance inférieure à 30 ans.



L'analyse de l'impact de la communication de l'Eurosystème se base sur des régressions de forme réduite, reliant des indicateurs clés des attentes sur le taux d'intérêt à des indicateurs de communication de l'Eurosystème ainsi qu'à la publication de données macroéconomiques. Les principaux résultats de l'analyse peuvent être résumés comme suit: Premièrement, les résultats montrent que le niveau, la dispersion et la symétrie des attentes sur les taux d'intérêt au sein de la zone euro sont significativement affectés le jour même d'une décision de politique monétaire. Néanmoins, de tels effets ont tendance à disparaître rapidement et peuvent être de courte durée. De plus, nos résultats suggèrent que la volatilité des attentes sur les taux d'intérêt est moins élevée pendant les sept jours antérieurs aux réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs (période dite *black-out*). Deuxièmement, les réunions du Conseil des gouverneurs semblent affecter les attentes sur le taux d'intérêt de manière beaucoup plus forte que les publications de chiffres clés macroéconomiques. Troisièmement, l'impact des décisions de politique monétaire sur les attentes en ce qui concerne le niveau des taux d'intérêt est particulièrement important à un horizon de ½ - 1½ ans. Par contre, l'impact de la publication des chiffres clés se développe principalement à des horizons beaucoup plus longs. Finalement, l'utilisation de *mots clés* peut augmenter le degré de prédictibilité de la politique monétaire de l'Eurosystème à très court terme. Par contre, leur utilisation ne semble pas avoir un impact systématique sur les attentes de taux d'intérêt à moyen et à long terme.

4 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES «RECHERCHE ET APPARIEMENT DANS LE MARCHÉ DES BIENS ET MODÈLE DE CYCLES RÉELS STANDARDS»

Dans le modèle de cycles réels standard (RBC: real business cycle), le marché des biens est parfaitement compétitif et donc tous les ajustements sont instantanés. Les observations empiriques suggèrent plutôt que la plupart des firmes opèrent dans un marché des biens non compétitif, dans lequel elles créent des relations de long terme et ont un certain pouvoir pour fixer les prix. Les observations montrent également que la plupart des firmes doivent fournir des efforts substantiels, par exemple en terme de publicité ou de marketing, afin de trouver de nouveaux débouchés/clients.

Dans cette étude, nous essayons de prendre en compte ces faits afin de proposer un modèle RBC avec une représentation du marché des biens plus réaliste. Pour ce faire, nous remplaçons le marché des biens compétitif que l'on trouve dans un modèle RBC standard par un marché des biens avec recherche et appariement (search and matching model) à la Diamond - Mortensen - Pissarides. Dans ce marché non compétitif, les firmes (producteurs) doivent fournir un effort (publicité, marketing) afin de trouver de nouveaux clients (détaillants), et les clients doivent fournir un effort (département des achats) afin de trouver de nouveaux producteurs. Les producteurs et les détaillants négocient ensuite le prix et nous introduisons la possibilité de rigidités dans cette formation de prix. Nous pensons que cette représentation du marché des biens entre producteurs et détaillants est assez réaliste pour les pays industrialisés. En effet, hormis quelques cas particuliers, il est rare de voir les producteurs vendre directement aux consommateurs et donc le rôle des détaillants est primordial. Et s'il est vrai qu'une partie de la publicité faite par les producteurs est directement adressée aux consommateurs, ceux-ci la répercutent ensuite sur les détaillants à travers l'augmentation de leur demande.

Nos principaux résultats sont les suivants. Premièrement, le prix négocié est supérieur au coût marginal de production et la marge pour le producteur dépend de son pouvoir relatif (par rapport à celui du détaillant) de négociation. Cette marge est également procyclique. Deuxièmement, l'introduction de frictions sur le marché des biens diminue le niveau d'équilibre de long terme (production, consommation, emploi, salaire, ...) et améliore les propriétés dynamiques du modèle¹¹. Plus précisément, les frictions (i) augmentent la volatilité de l'emploi, (ii) diminuent la forte corrélation entre variables que l'on a dans les modèles RBC standards, (iii) augmentent la persistance de la production, (iv) génèrent des réactions aux chocs progressives pour toutes les variables et (v) décrivent de manière réaliste les comportements des prix et des efforts de recherche. Les imperfections sur le marché des biens entre producteurs et détaillants semblent donc cruciales (et peut-être même plus cruciales que les imperfections sur le marché du travail ou les frictions sur le marché des biens entre détaillants et consommateurs) pour expliquer les fluctuations conjoncturelles. Enfin, troisièmement, les rigidités sur les prix ont un effet assez faible sur les propriétés dynamiques du modèle et la perte de bien-être liée à ces rigidités est négligeable par rapport à la perte de bien-être liées aux frictions.

11 Les propriétés dynamiques du modèle sont comparées aux propriétés dynamiques des données réelles.



5 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES «NÉGOCIATION SÉQUENTIELLE DANS UN MODÈLE NÉO-KEYNESIEN AVEC CHÔMAGE FRICTIONNEL ET SALAIRES RIGIDES»

Les modèles DSGE (pour Dynamic Stochastic General Equilibrium) font partie de la théorie de l'équilibre général et sont de plus en plus utilisés dans la macroéconomie moderne. Ces modèles tentent d'expliquer des phénomènes économiques macro (agrégés) comme les fluctuations conjoncturelles ou encore les effets de politiques fiscales ou monétaires. Pratiquement, les modèles DSGE reposent sur des fondations économiques rigoureuses (les agents économiques sont rationnels et optimisent leur utilité ou leur profit), sont à chaque instant à l'équilibre et, en principe, ne sont pas sujets à la critique de Lucas. Il existe deux classes principales de modèles DSGE. La première classe est représentée par les modèles réels (real business cycle models) dans lesquels tous les marchés sont parfaitement compétitifs et les prix parfaitement flexibles. Dans ce cas, la politique monétaire est complètement neutre et donc hors de propos. Une seconde classe de modèles dits néo-keynésiens (new-Keynesian models) suppose par contre que les prix sont fixés par des firmes monopolistiques et ne peuvent être ajustés immédiatement ou sans coûts, ce qui a pour conséquence principale que la politique monétaire n'est plus neutre. Cependant, la plupart de ces modèles (tant de la première classe que de la seconde classe) ne proposent qu'une représentation assez pauvre du marché du travail (soit parfaitement compétitif, soit compétition monopolistique) et ignorent les concepts de chômage involontaire ou de négociations salariales.

Parallèlement au développement des modèles DSGE, l'utilisation du modèle d'appariement de Pissarides pour étudier le marché du travail est devenue très courante dans la littérature économique. Le processus d'appariement entre offre et demande de travail est long et complexe: une entreprise n'embauche pas n'importe quel demandeur d'emploi, un demandeur n'accepte pas n'importe quelle offre, et les deux parties n'ont pas accès à la même information. L'utilisation d'une fonction d'appariement (matching function) entre demandeurs et offreurs d'emplois est une façon simple de prendre en compte ces difficultés d'appariement et d'expliquer la présence simultanée sur le marché de chômeurs de longue durée et d'offres d'emploi non satisfaites. Dans ce modèle, les entreprises créent de nouveaux postes en fonction de leur espérance de profits et les demandeurs d'emploi cherchent plus ou moins intensivement en fonction de leur espérance de revenus. Tant la création que la recherche d'emplois sont coûteuses. Enfin, les entreprises et les travailleurs négocient les salaires selon leurs pouvoirs de négociation respectifs.

Dans ce papier, nous tentons de réconcilier ces deux courants de recherche. Plus précisément, nous parlons d'un modèle DSGE néo-keynésien standard (le modèle de Smets et Wouters, 2003) dans lequel nous introduisons la théorie d'appariement de Pissarides. Il est important de noter que nous gardons dans notre papier des rigidités nominales sur les prix mais aussi sur les salaires, et que le volume total de travail peut être ajusté extensivement (à travers le nombre de travailleurs) ou intensivement (à travers le nombre d'heures individuelles prestées). Nous montrons que la manière de modéliser la décision d'ouverture de nouveaux emplois par les entreprises ainsi que la manière d'ajuster le facteur travail via les heures individuelles est crucial pour obtenir de bons résultats, c'est-à-dire d'obtenir des statistiques réalistes pour les principales variables du marché du travail (volatilité, corrélations croisées, autocorrélations), tout en parvenant à garder les résultats de Smets et Wouters pour les autres variables (variables hors marché du travail) et plus particulièrement pour la persistance de l'inflation.

Ce modèle est en économie fermée et ne peut donc être applicable directement au Luxembourg. En effet, le Luxembourg est caractérisé par des échanges commerciaux importants avec le reste du monde (principalement avec l'Europe) et par un marché du travail dans lequel les travailleurs frontaliers représentent 40 % de l'emploi. De nombreux modèles DSGE (NOEM: New Open Economy model) proposent déjà des échanges de biens avec l'extérieur et cela devrait également être facilement transposable dans notre modèle. Ouvrir notre modèle afin de permettre l'arrivée de travailleurs transfrontaliers est probablement moins trivial.

Une solution serait de se baser sur Pierrard (Cahier d'études BCL N°26, mai 2007) dans lequel le nombre de travailleurs transfrontaliers est endogène et où il y a compétition entre résidents et frontaliers pour les emplois domestiques. Cela pourrait être envisagé pour une recherche future.

3 STATISTIQUES

1	Statistiques de politique monétaire	110
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	110
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	112
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	114
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	115
1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	118
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	119
1.7	Position de liquidité du système bancaire	120
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	122
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale)	122
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	124
2.4	Eléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	125
3	Marchés des capitaux et taux d'intérêt	126
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats	126
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours	127
3.5	Taux d'intérêt du marché monétaire	128
3.6	Rendements des emprunts publics	129
3.7	Indices boursiers	130
3.8	Taux de change	131
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	132
4.1	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois	132
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	133
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	134
4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	136
4.14	Evolution du nombre des OPC luxembourgeois	138
4.15	Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	139
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	140
4.23	Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises	140
5	Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés	142
5.1	Activité bancaire internationale: ventilation géographique	142
5.2	Activité bancaire internationale: ventilation par devise	144
5.3	Activité bancaire internationale: part du Luxembourg	146
10	Balance des paiements du Luxembourg	148
10.1	Balance des paiements du Luxembourg: résumé	148
11	Position extérieure globale du Luxembourg	149
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg: résumé	149

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																
24 mars	163 088	151 044	26 880	11 784	408 028	298 001	110 018	0	0	0	9	5 120	95 315	40 587	154 281	1 056 127
21 avril	180 631	145 199	24 693	12 069	418 199	297 998	120 000	0	0	201	0	5 342	95 061	40 559	163 054	1 084 807
26 mai	179 496	146 999	25 349	13 256	411 510	291 501	120 003	0	0	0	6	5 777	93 544	40 568	167 595	1 084 094
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

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 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	Autres passifs	Comptes de réévaluation	Capital et réserves	Total du passif
2006																		
24 mars	553 259	159 926	159 915	11	0	0	0	158	0	66 134	13 835	147	11 827	5 920	63 739	119 113	62 069	1 056 127
21 avril	565 910	161 751	161 679	71	0	0	1	114	0	68 126	13 612	151	7 551	5 825	67 331	132 437	61 999	1 084 807
26 mai	570 269	162 499	162 470	21	0	0	8	166	0	59 946	14 781	197	8 939	5 825	66 232	132 437	62 803	1 084 094
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

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																	
mars	36	169	31	1 118	30 215	24 745	5 470	0	0	0	0	1	2 002	0	9 871	1 338	44 781
avril	36	169	31	1 086	31 208	24 340	6 868	0	0	0	0	1	2 056	0	10 064	1 294	45 945
mai	36	169	31	1 068	34 753	27 885	6 868	0	0	0	0	1	2 074	0	9 212	1 312	48 656
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
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

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																			
mars	1 125	6 624	6 624	0	0	0	0	0	0	504	5	0	31	20	35 539	740	45	148	44 781
avril	1 149	7 482	7 482	0	0	0	0	0	0	501	7	0	31	20	36 037	525	45	148	45 945
mai	1 153	9 584	9 584	0	0	0	0	0	0	498	11	0	31	20	36 536	630	45	148	48 656
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

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
1999							
1 jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 jan. ²⁾	2,75	0,80	3,00	-	-	3,25	-1,25
22 jan.	2,00	-0,75	3,00	-	-	4,50	1,25
9 avril	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
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. ³⁾	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

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 1999, afin de faciliter la transition des opérations de marché vers le nouveau régime.

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

Tableau 1.4

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

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								
1 août	373 286	298 000		4,00	4,04	4,06	7	
8	391 978	292 500		4,00	4,06	4,07	7	
15	426 994	310 000		4,00	4,08	4,10	7	
22	439 747	275 000		4,00	4,08	4,09	7	
29	352 724	210 000		4,00	4,08	4,09	7	
5 sep.	426 352	256 000		4,00	4,15	4,19	7	
12	406 119	269 000		4,00	4,14	4,17	7	
19	356 281	155 000		4,00	4,15	4,16	7	
26	368 995	190 000		4,00	4,27	4,29	7	
3 oct.	298 721	163 000		4,00	4,14	4,16	7	
10	322 684	218 000		4,00	4,12	4,16	7	
17	283 439	171 000		4,00	4,11	4,14	7	
24	304 089	182 000		4,00	4,11	4,14	7	
31	287 241	170 000		4,00	4,14	4,16	7	
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	

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⁾ (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)**2. Opérations de refinancement à plus long terme**

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	Taux moyen pondéré	
2006							
30 mars	56 708	40 000			2,73	2,75	91
29 juin	57 185	40 000			3,00	3,01	91
28 sep.	49 801	40 000			3,30	3,32	84
21 déc.	74 150	40 000			3,66	3,67	98
Elargissement de la zone euro							
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

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⁾ (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)**3. Autres opérations par voie d'appels d'offres ⁴⁾**

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								
11 avril	Opération de cession temporaire	47 545	26 000		2,50	2,55	2,58	1
9 mai	Reprise de liquidité en blanc	15 810	11 500	2,50				1
14 juin	Reprise de liquidité en blanc	4 910	4 910	2,50				1
11 juil.	Reprise de liquidité en blanc	9 000	8 500	2,75				1
8 août	Reprise de liquidité en blanc	19 860	18 000	2,75				1
5 sep.	Reprise de liquidité en blanc	13 635	11 500	3,00				1
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

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

1. Assiette des réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires ^{1) 2)}

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
2006						
déc.	15 648,3	8 411,7	601,9	1 968,4	1 180,3	3 486,1
Elargissement de la zone euro						
2007						
jan.	15 889,0	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5
fév.	16 033,9	8 490,3	645,9	1 990,6	1 350,2	3 556,9
mars	16 253,0	8 634,2	657,4	2 009,8	1 358,8	3 592,8
avril	16 456,1	8 764,2	677,6	2 021,0	1 387,2	3 606,1
mai	16 718,7	8 886,3	701,9	2 044,3	1 439,8	3 646,4
juin	16 753,3	8 940,5	677,6	2 066,6	1 383,5	3 685,1
juil.	16 822,3	8 955,9	694,0	2 089,3	1 392,1	3 690,9
août	16 890,0	8 994,1	713,9	2 086,8	1 407,8	3 687,5
sep.	16 968,2	9 073,2	745,5	2 075,7	1 424,9	3 649,0
oct.	17 242,4	9 255,8	799,4	2 098,1	1 425,0	3 664,2
nov.	17 338,9	9 302,0	804,7	2 096,9	1 489,0	3 646,4
déc.	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9
Elargissement de la zone euro						
2008						
jan.	17 678,3	9 525,3	845,1	2 140,6	1 512,9	3 654,4
fév.	17 734,6	9 572,0	844,7	2 132,7	1 533,9	3 651,2
mars	17 703,1	9 551,5	840,2	2 126,0	1 558,4	3 627,1
avril	17 956,0	9 762,0	856,2	2 135,6	1 562,3	3 640,0
mai	18 093,1	9 817,9	910,6	2 156,1	1 548,9	3 659,6

Source: BCE

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

2) Les engagements vis-à-vis des établissements de crédit assujettis au régime des réserves obligatoires su SEBC, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Si un établissement de crédit ne peut prouver l'existence d'engagements sous formes de titres de créance d'une durée inférieure ou égale 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⁾
2006					
12 déc.	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
Elargissement de la zone euro					
2007					
16 jan.	174,3	175,3	1,0	0,0	3,57
13 fév.	175,8	176,5	0,8	0,0	3,55
13 mars	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
17 avril	181,8	182,6	0,8	0,0	3,81
14 mai	182,2	183,2	1,0	0,0	3,82
12 juin	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
10 juil.	188,3	189,6	1,2	0,0	4,06
7 août	191,3	192,0	0,7	0,0	4,06
11 sep.	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
9 oct.	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 nov.	193,7	194,4	0,7	0,0	4,12
11 déc.	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
Elargissement de la zone euro					
2008					
15 jan.	199,8	200,9	1,1	0,0	4,20
12 fév.	201,6	202,4	0,8	0,0	4,17
11 mars	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
15 avril	206,9	207,5	0,6	0,0	4,19
13 mai	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 juin	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 juil.	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12 août	214,1				

Source: BCE

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

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

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

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

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

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

Tableau 1.6

Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg (en millions de EUR – données brutes en fin de période)

1. Assiette des réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires ^{1) 2)}

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
2006						
déc.	520 335	398 727	16 032	28 751	9 686	67 139
Elargissement de la zone euro						
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

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 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 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⁾
2006					
12 déc.	8 125,2	8 135,5	10,3	0,0	3,30
Elargissement de la zone euro					
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

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				Facilité de prêt marginal	Facilité de dépôt	Autres opérations d'absorption de liquidité ²⁾	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								
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	

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							
2006																
juin	413 486	309 294	4 462	99 729	223 680	113 652	63 304	46 724	537	17 638	3 592	14 046	322 696	3 617	25 481	1 007 135
sep.	417 987	306 241	5 939	105 807	222 932	114 982	60 020	47 930	250	18 502	3 365	15 137	348 373	3 676	27 753	1 039 474
déc.	405 543	301 810	5 240	98 493	217 304	112 751	54 952	49 601	312	18 349	3 380	14 969	358 055	3 760	26 483	1 029 807
Elargissement de la zone euro																
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.	508 775	372 839	4 234	131 702	242 042	136 624	41 112	64 307	244	13 242	4 165	9 076	406 078	3 718	36 335	1 210 435
fév.	510 666	371 535	4 794	134 337	246 028	144 360	38 433	63 235	269	14 097	4 671	9 426	406 434	3 515	36 561	1 217 569
mars	507 411	369 138	4 620	133 652	246 604	143 739	39 834	63 030	219	13 634	3 994	9 640	417 965	3 418	36 142	1 225 391
avril	521 187	379 023	5 037	137 127	252 486	148 917	42 808	60 760	218	14 288	3 899	10 389	425 785	3 487	33 868	1 251 318
mai	527 138	385 991	4 438	136 710	259 540	154 228	39 670	65 642	318	14 106	3 876	10 229	420 147	3 422	32 995	1 257 667
juin	527 955	382 633	4 983	140 338	247 012	148 233	37 726	61 053	387	14 732	3 989	10 743	419 081	3 431	29 622	1 242 219

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									
2006														
juin	460 396	260 639	2 205	197 553	73 148	110 789	13 233	383	102 664	73 622	43 983	303 012	23 458	1 007 135
sep.	473 292	267 125	2 457	203 710	73 488	116 567	13 349	307	105 725	72 537	46 006	315 457	26 458	1 039 474
déc.	468 662	257 815	3 055	207 791	75 771	119 019	12 856	145	102 486	78 268	46 833	309 138	24 421	1 029 807
Elargissement de la zone euro														
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.	538 681	301 348	1 575	235 758	94 173	125 572	15 185	828	156 100	75 362	50 193	348 389	41 710	1 210 435
fév.	548 370	315 435	1 450	231 485	88 109	128 158	14 196	1 023	158 112	73 958	49 895	348 155	39 078	1 217 569
mars	562 601	325 033	2 021	235 547	93 443	125 457	15 452	1 196	160 504	70 198	50 371	344 107	37 609	1 225 391
avril	565 490	326 969	2 013	236 508	91 887	126 761	16 306	1 554	166 045	72 336	50 512	358 293	38 643	1 251 318
mai	570 818	337 763	2 374	230 682	90 911	123 162	15 181	1 428	164 915	72 106	50 913	361 761	37 154	1 257 667
juin	562 419	331 626	1 868	228 925	90 611	122 832	14 181	1 300	161 346	71 848	50 313	360 778	35 516	1 242 219

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							
2001										
mars	339,0	1 767,6	2 106,6	1 058,2	1 216,4	4 381,2	216,6	341,5	139,3	5 078,6
juin	329,3	1 826,0	2 155,3	1 075,1	1 233,4	4 463,8	222,0	357,5	145,2	5 188,5
sep.	309,4	1 883,5	2 192,9	1 081,7	1 260,6	4 535,2	231,0	384,9	147,6	5 298,7
déc.	232,8	1 990,1	2 222,9	1 083,7	1 309,1	4 615,7	229,9	411,6	145,9	5 403,1
2002										
mars	254,2	1 986,8	2 241,0	1 084,7	1 335,6	4 661,3	224,4	427,9	137,2	5 450,8
juin	282,3	2 023,5	2 305,8	1 085,5	1 342,6	4 733,9	231,0	440,0	132,8	5 537,7
sep.	307,6	2 062,7	2 370,3	1 087,1	1 365,5	4 822,9	244,9	465,7	131,3	5 664,8
déc.	331,9	2 113,0	2 444,9	1 071,8	1 399,0	4 915,7	238,1	485,2	128,5	5 767,5
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

Source: BCE

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

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

Tableau 2.4

Eléments 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						
2002												
mars	0,2	55,3	55,5	90,7	4,9	151,1	0,3	57,8	- 6,7	202,5		
juin	0,3	58,4	58,7	90,8	3,8	153,3	1,1	60,0	- 9,2	205,2		
sep.	0,4	55,6	56,0	89,9	3,9	149,8	0,1	67,2	- 11,1	206,0		
déc.	0,4	48,6	49,0	92,6	4,3	145,9	0,1	70,2	- 10,6	205,6		
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		
				Elargissement 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		
				Elargissement 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		

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		
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	

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
1999							
mars	2,93	3,10	3,09	3,07	3,09	5,01	0,20
juin	2,56	2,64	2,66	2,72	2,88	5,18	0,10
sep.	2,43	2,62	2,76	3,15	3,35	5,57	0,10
déc.	3,04	3,56	3,49	3,56	3,88	6,13	0,31
2000							
mars	3,51	3,64	3,80	3,99	4,33	6,20	0,14
juin	4,29	4,43	4,56	4,75	5,04	6,79	0,13
sep.	4,59	4,76	4,92	5,11	5,29	6,67	0,41
déc.	4,83	5,02	5,01	4,99	4,95	6,55	0,62
2001							
mars	4,78	4,84	4,77	4,64	4,53	4,96	0,19
juin	4,54	4,59	4,52	4,41	4,37	3,83	0,07
sep.	3,99	4,11	4,04	3,93	3,82	3,03	0,06
déc.	3,38	3,47	3,39	3,30	3,34	1,92	0,08
2002							
mars	3,28	3,39	3,44	3,55	3,87	1,99	0,10
juin	3,35	3,43	3,51	3,64	3,92	1,88	0,07
sep.	3,32	3,36	3,36	3,31	3,28	1,80	0,07
déc.	3,09	3,02	2,98	2,93	2,91	1,41	0,06
2003							
mars	2,75	2,64	2,57	2,48	2,44	1,29	0,06
juin	2,21	2,21	2,18	2,11	2,04	1,12	0,06
sep.	2,02	2,16	2,18	2,21	2,29	1,14	0,05
déc.	2,06	2,16	2,18	2,23	2,41	1,17	0,06
2004							
mars	2,01	2,07	2,06	2,05	2,08	1,11	0,05
juin	2,03	2,11	2,14	2,22	2,44	1,50	0,05
sep.	2,05	2,11	2,15	2,23	2,41	1,90	0,05
déc.	2,05	2,20	2,20	2,24	2,33	2,50	0,05
2005							
mars	2,06	2,13	2,17	2,22	2,37	3,02	0,05
juin	2,06	2,13	2,14	2,14	2,13	3,43	0,05
sep.	2,09	2,14	2,17	2,20	2,25	3,91	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

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
1995	6,07	6,47	6,71	9,93	n.a.	6,76	n.a.	7,52	11,17	6,68	6,10	n.a.	5,71	2,91
1996	5,80	5,88	5,91	6,98	6,34	5,75	n.a.	6,62	7,57	5,78	5,73	n.a.	6,29	2,61
1997	5,33	5,41	5,47	5,61	5,58	5,33	n.a.	5,61	5,75	5,39	5,30	5,67	5,80	1,91
1998	3,88	4,06	4,11	4,09	4,07	3,97	7,18	4,03	3,99	4,07	3,97	4,14	4,64	1,51
1999	5,17	5,38	5,42	5,36	5,38	5,28	6,40	5,41	5,40	5,26	5,33	5,49	6,27	1,73
2000	4,91	5,21	5,28	5,25	5,13	5,04	5,53	5,14	5,30	5,21	5,04	5,30	5,22	1,62
2001	4,82	5,09	5,14	5,13	5,05	4,95	5,30	5,01	5,19	4,86	4,97	5,18	5,00	1,34
2002														
mars	5,19	5,36	5,40	5,36	5,34	5,26	5,51	5,42	5,43	5,16	5,31	5,40	5,28	1,45
juin	5,03	5,21	5,24	5,23	5,25	5,11	5,35	5,25	5,26	5,09	5,16	5,27	4,89	1,37
sep.	4,38	4,56	4,59	4,57	4,60	4,48	4,72	4,63	4,64	4,33	4,50	4,64	3,87	1,17
déc.	4,34	4,41	4,45	4,40	4,43	4,40	4,56	4,45	4,54	3,97	4,37	4,94	4,02	0,98
2003														
mars	4,04	4,05	4,18	4,05	4,10	4,11	4,27	4,11	4,21	3,55	4,11	4,18	3,79	0,75
juin	3,65	3,75	3,76	3,72	3,70	3,70	3,80	3,70	3,76	2,85	3,71	3,80	3,32	0,57
sep.	4,19	4,24	4,25	4,20	4,19	4,23	4,33	4,19	4,32	3,22	4,21	4,30	4,26	1,46
déc.	4,33	4,37	4,37	4,32	4,31	4,33	4,45	4,30	4,45	3,29	4,32	4,48	4,25	1,35
2004														
mars	3,94	4,05	4,08	4,01	3,91	3,98	4,17	4,00	4,18	2,69	3,96	4,11	3,81	1,36
juin	4,37	4,42	4,45	4,39	4,48	4,39	4,55	4,54	4,55	3,12	4,42	4,47	4,72	1,78
sep.	4,04	4,09	4,12	4,05	4,14	4,09	4,22	4,19	4,21	2,83	4,09	4,12	4,12	1,51
déc.	3,65	3,64	3,66	3,65	3,67	3,64	3,77	3,71	3,79	2,55	3,63	3,64	4,22	1,40
2005														
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
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
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
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														
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
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
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
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

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
1995	-	138	616	19 868
1996	-	168	741	19 361
1997	-	230	970	15 259
1998	-	298	1 229	13 842
1999	1 397	416	1 469	18 934
2000	1 388	392	1 320	13 786
2001				
mars	1 308	348	1 160	13 000
juin	1 340	351	1 224	12 969
sep.	901	272	1 041	9 775
déc.	1 116	315	1 148	10 543
2002				
mars	1 139	320	1 147	11 025
juin	1 033	267	990	10 622
sep.	720	191	815	9 383
déc.	790	206	880	8 579
2003				
mars	685	179	848	7 973
juin	829	212	975	9 083
sep.	923	214	996	10 219
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	13 407
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

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
1999	1,01	103,08	1,60	0,62	8,57	7,44
2000						
mars	0,96	98,19	1,59	0,60	8,28	7,44
juin	0,95	101,08	1,56	0,63	8,38	7,46
sep.	0,88	95,53	1,52	0,60	8,51	7,46
déc.	0,94	107,74	1,52	0,63	8,87	7,47
2001						
mars	0,88	110,80	1,53	0,62	9,13	7,46
juin	0,85	105,93	1,52	0,60	9,22	7,45
sep.	0,91	108,85	1,48	0,62	9,73	7,43
déc.	0,89	117,14	1,48	0,61	9,31	7,43
2002						
mars	0,87	115,67	1,47	0,61	9,03	7,43
juin	0,99	118,58	1,47	0,65	9,08	7,43
sep.	0,99	120,18	1,46	0,63	9,15	7,42
déc.	1,05	124,62	1,45	0,65	9,12	7,43
2003						
mars	1,09	128,87	1,48	0,69	9,22	7,43
juin	1,15	137,91	1,56	0,70	9,20	7,43
sep.	1,17	129,98	1,54	0,70	9,04	7,43
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

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														
mars	12 880	10 874	23 754	5 156	2 645	7 801	18 036	13 519	31 555	9,9	1 052	843	1 895	
juin	12 991	10 979	23 970	5 276	2 790	8 066	18 267	13 769	32 036	9,9	1 238	962	2 200	
sep.	13 196	11 158	24 354	5 609	2 851	8 460	18 805	14 009	32 814	10,1	1 307	1 000	2 307	
déc.	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	
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														
mars	3 729	3 088	6 817	993	422	1 415	4 722	3 510	8 232	26,1	89	61	150	
juin	3 702	3 076	6 778	1 022	457	1 479	4 724	3 533	8 257	25,8	105	75	180	
sep.	3 716	3 089	6 805	1 088	434	1 522	4 804	3 523	8 327	25,4	118	82	200	
déc.	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	
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														
mars	9 151	7 786	16 937	4 163	2 223	6 386	13 314	10 009	23 323	73,9	963	782	1 745	
juin	9 289	7 903	17 192	4 254	2 333	6 587	13 543	10 236	23 779	74,2	1 133	887	2 020	
sep.	9 480	8 069	17 549	4 521	2 417	6 938	14 001	10 486	24 487	74,6	1 189	918	2 107	
déc.	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	6 457	3 547	10 004	16 953	12 369	29 322	75,9				
juin	10 910	9 152	20 062				10 910	9 152	20 062	74,5				

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	

Source: CSSF

Tableau 4.4

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾

Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR – données brutes – en fin de période)

	Rubrique des débits et des crédits	2007 / 03	2007 / 06	2007 / 09	2007 / 12
1	Intérêts et dividendes perçus	15 208	29 008	44 363	61 504
2	Intérêts bonifiés	13 839	26 264	40 518	55 576
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 369	2 744	3 845	5 928
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	59	193	293	343
5	sur commissions	1 079	2 081	3 069	4 018
6	sur opérations de change	135	237	322	443
7	sur divers	189	317	349	816
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 462	2 828	4 033	5 620
9	Produit bancaire (3+8)	2 831	5 572	7 878	11 548
10	Frais de personnel	606	1 171	1 752	2 382
11	Frais d'exploitation	434	844	1 274	1 792
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 040	2 015	3 026	4 174
13	Impôts divers, taxes et redevances	10	18	26	48
14	Amortissements sur immobilisé non financier	61	117	178	247
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 720	3 422	4 648	7 079

	Rubrique des débits et des crédits	2006 / 03	2006 / 06	2006 / 09	2006 / 12
1	Intérêts et dividendes perçus	11 728	22 565	35 235	48 617
2	Intérêts bonifiés	10 652	20 389	31 926	43 799
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 076	2 176	3 309	4 818
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	79	189	207	83
5	sur commissions	1 005	1 884	2 775	3 684
6	sur opérations de change	126	221	344	438
7	sur divers	582	549	1 318	1 672
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 792	2 843	4 644	5 877
9	Produit bancaire (3+8)	2 868	5 019	7 953	10 695
10	Frais de personnel	538	1 047	1 585	2 154
11	Frais d'exploitation	396	756	1 146	1 597
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	934	1 803	2 731	3 751
13	Impôts divers, taxes et redevances	12	20	28	45
14	Amortissements sur immobilisé non financier	60	114	170	228
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 862	3 082	5 024	6 671

Source: BCL

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

Tableau 4.7

Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois 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																				
jan.	220	558 976	409 740	10 272	138 965	200 299	85 800	65 883	48 616	82	5 141	947	4 194	9 587	5 544	4 042	3 580	19 612	797 497	
fév.	226	572 231	421 778	9 300	141 153	202 207	86 571	65 235	50 402	63	12 589	966	11 623	9 653	5 477	4 177	3 588	20 956	821 514	
mars	220	568 179	415 888	8 976	143 315	207 662	87 743	67 552	52 367	143	12 537	930	11 607	9 692	5 560	4 133	3 600	20 993	823 028	
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	672 393	474 334	8 605	189 454	210 695	96 869	44 873	68 953	328	9 771	1 550	8 221	11 076	5 449	5 627	3 689	27 672	935 888	
fév.	259	672 013	470 866	9 020	192 127	211 989	97 287	44 001	70 702	341	10 522	1 529	8 993	11 505	5 943	5 561	3 513	28 950	939 092	
mars	284	675 453	471 086	9 611	194 756	208 983	95 408	44 063	69 511	592	9 557	840	8 718	11 500	6 049	5 451	3 418	29 513	939 299	
avril	300	683 431	475 210	10 004	198 217	212 255	98 103	46 453	67 699	609	10 797	888	9 909	11 765	6 192	5 574	3 487	26 292	948 937	
mai	281	686 391	478 797	9 539	198 055	213 742	97 572	45 177	70 994	640	10 626	858	9 768	11 821	6 196	5 625	3 422	26 825	953 749	
juin	267	688 455	477 293	10 293	200 869	204 529	95 194	43 095	66 240	658	10 262	845	9 418	12 032	6 484	5 548	3 431	23 921	943 555	

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																	
jan.	654 695	389 868	10 435	254 393	91 084	143 887	17 406	2 015	81 827	10 571	7 406	12 608	3 143	4 669	5 404	17 173	797 497
fév.	673 311	385 313	10 849	277 149	94 164	163 968	17 143	1 873	85 037	10 655	7 542	12 617	3 167	4 642	5 734	18 809	821 514
mars	674 947	387 060	10 282	277 604	90 170	167 613	18 127	1 694	86 198	10 838	7 449	13 067	3 147	4 705	4 990	17 687	823 028
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.	767 250	444 817	7 460	314 973	115 630	178 487	19 208	1 648	88 279	12 957	5 619	17 319	3 626	4 236	6 490	30 112	935 888
fév.	771 365	459 276	7 313	304 776	106 626	178 186	17 928	2 036	85 350	13 792	5 480	17 608	3 753	4 804	5 494	31 444	939 092
mars	776 468	463 976	7 848	304 644	116 549	166 470	19 297	2 327	82 180	13 904	5 628	17 388	3 874	5 553	4 023	30 280	939 299
avril	785 543	467 091	7 799	310 653	111 980	175 136	20 615	2 923	83 117	13 915	5 793	18 426	3 778	5 564	3 045	29 755	948 937
mai	789 435	477 598	8 347	303 490	110 471	170 759	19 343	2 918	83 777	13 876	5 677	18 335	3 873	5 465	3 686	29 624	953 749
juin	779 386	470 945	7 710	300 731	111 498	168 131	18 658	2 444	85 117	13 872	5 610	17 901	3 909	5 411	3 610	28 739	943 555

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						
mars	696	1 202	6 842	1 898	7 538	445
juin	710	1 199	6 969	1 909	7 679	438
sep.	730	1 214	7 048	1 944	7 778	438
déc.	742	1 226	7 134	1 968	7 876	432
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

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	514	-8 176	-7 662	-0,7	142 926	15,9
août	1 936	1 053 042	89 469	79 205	10 264	3 620	13 884	1,3	129 205	14,0
sep.	1 944	1 058 925	87 741	83 583	4 158	1 725	5 883	0,6	142 508	15,6
oct.	1 955	1 072 059	98 232	85 226	13 006	128	13 134	1,2	130 304	13,8
nov.	1 963	1 090 842	112 740	102 030	10 710	8 073	18 783	1,8	150 570	16,0
déc.	1 968	1 106 222	125 572	115 491	10 081	5 299	15 380	1,4	152 920	16,0
2005										
jan.	1 972	1 146 585	132 396	111 039	21 357	19 006	40 363	3,6	158 930	16,1
fév.	1 984	1 179 205	131 990	110 800	21 190	11 430	32 620	2,8	173 103	17,2
mars	1 987	1 194 010	145 327	126 554	18 773	-3 968	14 805	1,3	161 238	15,6
avril	1 996	1 197 141	119 034	108 301	10 733	-7 602	3 131	0,3	159 835	15,4
mai	2 005	1 247 407	118 447	107 568	10 879	39 387	50 266	4,2	220 740	21,5
juin	2 025	1 289 787	136 681	121 521	15 160	27 220	42 380	3,4	242 967	23,2
juil.	2 027	1 337 565	131 992	105 908	26 084	21 694	47 778	3,7	298 407	28,7
août	2 036	1 360 997	128 421	107 026	21 395	2 037	23 432	1,8	307 955	29,2
sep.	2 053	1 423 551	148 166	119 744	28 422	34 132	62 554	4,6	364 626	34,4
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

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														
mars	21 599	21 489	0	110	152 995	80 563	14 956	57 476	72	23	0	23	4 259	178 949
juin	21 828	21 781	0	47	160 263	84 946	14 715	60 602	391	32	0	32	3 958	186 472
juil.	25 343	25 165	6	172	163 883	85 515	14 595	63 774	77	47	0	47	3 831	193 181
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.	58 641	58 579	0	63	207 175	118 697	11 495	76 984	120	275	130	145	8 405	274 616
fév.	56 262	56 246	0	16	214 491	130 063	9 574	74 854	141	253	126	128	7 410	278 558
mars	60 905	60 859	0	46	218 459	135 450	11 107	71 902	102	281	172	110	6 345	286 092
avril	69 297	69 265	0	31	225 597	147 246	11 806	66 545	114	273	156	117	7 281	302 562
mai	63 410	63 346	0	65	234 203	153 925	10 910	69 367	231	184	93	91	5 889	303 918
juin	62 913	62 738	0	175	229 853	152 859	10 778	66 216	306	160	84	76	5 434	298 664

2. Passif

	Dettes envers les établissements de crédit	Parts émises	Autres exigibilités	Total du passif
2006				
mars	1 239	173 867	3 843	178 949
juin	1 163	181 022	4 286	186 472
juil.	1 460	186 646	5 075	193 181
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.	2 761	260 272	11 583	274 616
fév.	3 520	267 436	7 602	278 558
mars	2 304	276 459	7 329	286 092
avril	3 060	290 609	8 893	302 562
mai	3 774	292 615	7 529	303 918

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
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
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

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⁾ (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											
juin	9 282,7	1 848,4	540,5	44,2	798,6	145,4	160,5	326,3	102,6	420,3	13 669,6
déc.	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
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											
juin	7 406,3	1 362,5	287,7	38,9	1 046,7	368,5	156,4	251,4	94,4	2 063,7	13 076,5
déc.	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
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											
juin	618,5	38,2	17,1	3,2	26,8	5,0	2,5	15,4	2,7	5,0	734,4
déc.	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
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											
juin	426,3	17,9	2,0	9,5	24,5	5,9	2,2	3,3	3,9	8,0	503,3
déc.	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

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) Jusqu'en 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 (jusqu'en juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, 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											
juin	67,9	13,5	4,0	0,3	5,8	1,1	1,2	2,4	0,8	3,1	100,0
déc.	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
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											
juin	56,6	10,4	2,2	0,3	8,0	2,8	1,2	1,9	0,7	15,8	100,0
déc.	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
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											
juin	84,2	5,2	2,3	0,4	3,6	0,7	0,3	2,1	0,4	0,7	100,0
déc.	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
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											
juin	84,7	3,6	0,4	1,9	4,9	1,2	0,4	0,7	0,8	1,6	100,0
déc.	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

Source: BRI et BCL

Tableau 5.2

Activité bancaire internationale: ventilation par devise ¹⁾²⁾ (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								
mars	3 708,5	1 071,0	7 294,9	297,6	445,2	739,8	13 557,0	
juin	3 889,3	1 032,0	7 206,6	313,5	464,9	763,4	13 669,6	
sep.	4 015,4	1 054,7	7 467,3	307,1	459,6	645,7	13 949,8	
déc.	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	
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								
mars	4 155,1	1 336,8	6 008,9	329,5	386,0	791,2	13 007,4	
juin	4 256,1	1 298,5	5 908,4	340,5	400,0	872,9	13 076,5	
sep.	4 401,1	1 334,5	6 156,5	322,7	396,1	783,5	13 394,4	
déc.	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	
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								
mars	152,2	30,7	463,2	43,5	29,5	28,7	747,7	
juin	157,7	28,0	452,3	41,3	25,7	29,3	734,4	
sep.	166,0	36,3	462,8	42,5	24,4	13,6	745,6	
déc.	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	
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								
mars	127,9	26,4	310,7	23,7	7,9	21,1	517,8	
juin	129,2	24,5	298,5	24,8	4,4	21,9	503,3	
sep.	140,7	32,7	314,0	27,6	8,2	10,2	533,4	
déc.	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	

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).

(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								
mars	27,4	7,9	53,8	2,2	3,3	5,5	100,0	
juin	28,5	7,5	52,7	2,3	3,4	5,6	100,0	
sep.	28,8	7,6	53,5	2,2	3,3	4,6	100,0	
déc.	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	
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								
mars	31,9	10,3	46,2	2,5	3,0	6,1	100,0	
juin	32,5	9,9	45,2	2,6	3,1	6,7	100,0	
sep.	32,9	10,0	46,0	2,4	3,0	5,8	100,0	
déc.	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	
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								
mars	20,3	4,1	61,9	5,8	3,9	3,8	100,0	
juin	21,5	3,8	61,6	5,6	3,5	4,0	100,0	
sep.	22,3	4,9	62,1	5,7	3,3	1,8	100,0	
déc.	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	
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								
mars	24,7	5,1	60,0	4,6	1,5	4,1	100,0	
juin	25,7	4,9	59,3	4,9	0,9	4,3	100,0	
sep.	26,4	6,1	58,9	5,2	1,5	1,9	100,0	
déc.	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	

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								
mars	11 460,3	4 140,8	36,1	682,0	230,9	33,9	6,0	5,6
juin	11 570,2	4 176,3	36,1	674,5	229,1	34,0	5,8	5,5
sep.	11 940,5	4 402,3	36,9	683,0	225,5	33,0	5,7	5,1
déc.	13 174,2	5 210,3	39,5	797,9	278,4	34,9	6,1	5,3
2005								
mars	13 557,0	5 271,3	38,9	747,7	248,8	33,3	5,5	4,7
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
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								
mars	11 046,3	2 892,6	26,2	508,0	188,6	37,1	4,6	6,5
juin	11 120,2	2 834,9	25,5	500,2	178,8	35,7	4,5	6,3
sep.	11 527,4	2 986,0	25,9	504,5	189,0	37,5	4,4	6,3
déc.	12 718,6	3 463,2	27,9	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

Source: BRI et BCL

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

2) Jusqu'en 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 les 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 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	3 321	-3 397	13 067	-4 253	-1 147	-949	884	-4 585	-100 208	93 298	-214 684	254 467	-3 666	-153 996	120 165	39	380
1 ^{er} trim.	1 211	-646	3 220	-978	-83	-302	1 087	-2 484	-11 019	13 806	-54 379	61 267	1 152	-27 991	14 674	6	186
2 ^e trim.	226	-928	3 082	-1 049	-854	-26	-47	-798	-11 284	8 061	-45 634	46 226	483	-61 354	62 693	11	620
3 ^e trim.	1 038	-511	3 028	-1 000	-116	-362	-54	-485	-24 679	23 180	-60 589	77 361	-1 270	-24 385	9 903	-8	-498
4 ^e trim.	847	-1 312	3 737	-1 227	-93	-258	-101	-818	-53 226	48 250	-54 082	69 613	-4 032	-40 267	32 896	30	72
2006	3 547	-3 503	16 478	-4 848	-3 565	-1 015	-237	-3 671	-88 175	99 565	-143 289	200 621	8 070	-210 392	129 904	24	362
1 ^{er} trim.	1 116	-773	4 185	-1 118	-787	-391	-31	-883	-11 811	11 295	-90 596	97 924	-170	-49 060	41 505	30	-202
2 ^e trim.	663	-820	4 038	-1 200	-1 413	58	-109	-812	-17 340	9 937	-14 577	41 882	-597	-37 826	17 722	-14	257
3 ^e trim.	1 180	-704	3 815	-1 144	-381	-406	-37	-1 731	-27 784	51 822	-12 496	6 330	5 056	-61 229	36 564	6	588
4 ^e trim.	588	-1 206	4 440	-1 386	-983	-277	-61	-246	-31 240	26 511	-25 620	54 485	3 781	-62 278	34 113	2	-281
2007 (p)	3 570	-3 416	19 408	-5 558	-5 125	-1 740	-120	-3 533	-132 865	86 798	-114 104	228 729	1 607	-186 182	112 423	61	83
1 ^{er} trim. (p)	1 100	-650	4 816	-1 283	-1 300	-484	-14	-650	-36 873	43 141	-40 746	68 602	-1 173	-46 654	13 046	7	-435
2 ^e trim. (p)	6	-787	4 708	-1 376	-2 153	-386	-33	-148	-20 599	10 846	-31 092	58 612	534	-44 154	25 707	-1	175
3 ^e trim. (p)	1 321	-905	4 726	-1 313	-727	-460	-27	-1 590	-47 802	9 070	-24 392	64 152	2 399	-41 208	36 205	-14	296
4 ^e trim. (p)	1 144	-1 073	5 158	-1 586	-946	-410	-45	-1 146	-27 592	23 741	-17 874	37 363	-153	-54 165	37 465	70	47
2008 (p)																	
1 ^{er} trim. (p)	949	-781	5 002	-1 470	-1 185	-617	-49	-713	-56 013	45 105	11 093	-5 078	-1 052	-39 903	45 474	-339	-186

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.	41 892	3 359 304	3 317 412	-21 473	769 861	791 333	-61 878	1 719 901	1 781 778	2 981	122 056	854 983	732 927	206
2 ^e trim.	41 665	3 360 718	3 319 053	-13 956	786 646	800 602	-83 252	1 675 689	1 758 941	4 659	134 001	882 139	748 138	213
3 ^e trim.	38 616	3 516 094	3 477 478	-40 906	812 491	853 397	-71 374	1 754 773	1 826 147	544	150 144	936 706	786 562	208
4 ^e trim.	39 220	3 668 011	3 628 791	-55 980	832 486	888 466	-72 714	1 846 950	1 919 663	415	167 296	979 079	811 782	202
2007 (p)														
1 ^{er} trim. (p)	41 719	3 803 639	3 761 920	-66 827	871 437	938 264	-93 329	1 895 828	1 989 157	2 152	199 528	1 025 351	825 823	194
2 ^e trim. (p)	38 001	3 959 338	3 921 337	-59 884	888 792	948 676	-114 923	1 994 265	2 109 188	1 107	211 509	1 065 797	854 288	192
3 ^e trim. (p)	42 004	4 047 756	4 005 752	-16 453	939 971	956 424	-172 480	1 981 245	2 153 724	52	230 675	1 115 077	884 401	209
4 ^e trim. (p)	43 395	4 085 442	4 042 046	-14 661	968 230	982 891	-193 072	1 948 004	2 141 076	-17	251 005	1 158 229	907 223	140
2008 (p)														
1 ^{er} trim. (p)	39 368	4 011 688	3 972 320	11 022	1 019 125	1 008 103	-213 404	1 803 312	2 016 717	576	240 713	1 177 427	936 714	461

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

ACTUALITÉS

4



1 FAITS DIVERS

ACTUALITÉS

Composition du Conseil de la Banque centrale du Luxembourg – 16/07/2008

La Banque centrale du Luxembourg (BCL) informe que le Gouvernement en Conseil, dans sa réunion du 11 juillet 2008, a renouvelé le mandat de Monsieur Pit Hentgen, directeur d'assurances, comme membre du Conseil de la BCL pour une période de 6 ans.

Le Gouvernement en Conseil a de même nommé Monsieur Romain Schintgen, juge honoraire de la Cour de Justice des Communautés européennes, et Monsieur Claude Zimmer, réviseur d'entreprises, comme nouveaux membres du Conseil BCL pour une période de 6 ans.

A partir du 1^{er} août 2008 le Conseil BCL se composera donc des membres suivants :

Président: Yves Mersch

Membres: Andrée Billon, Pit Hentgen, Serge Kolb, Patrice Pieretti, Jacques F. Poos, Romain Schintgen, Michel Wurth, Claude Zimmer.

“GLOBALISATION: CAN EUROPE MANAGE IT?”

Conference held on Tuesday 22 January 2008, at the Conference Centre of the Jean Monnet Building

under the chairmanship of **Yves Mersch**, President of the Banque centrale du Luxembourg & President of the Bridge Forum Dialogue

Guest speakers **Kenneth S. Rogoff**, Professor of Economics, Harvard University; **Lucas Papademos**, Vice-President, European Central Bank and **Lars Heikensten**, Member of the European Court of Auditors, Member of the Bridge Forum Dialogue

- **Introduction**

The Bridge Forum Dialogue together with the Banque centrale du Luxembourg hosted a conference on “Globalisation: can Europe manage it?” on 22 January 2007, chaired by Mr. Yves Mersch, President of the Banque centrale du Luxembourg, President of the Bridge Forum Dialogue.

This note summarizes the intervention of the guest speakers: Kenneth Rogoff, Professor of Economics at Harvard University, Lucas Papademos, Vice-President of the European Central Bank and Lars Heikensten, Member of the European Court of Auditors, Member of the Bridge Forum Dialogue.

- **Kenneth S. Rogoff, Professor of Economics, Harvard University**

Professor Rogoff proposed discussing some major positive and negative sides of globalisation before asking whether the 2007 US subprime financial crisis is different from the eighteen bank-centred financial crises from the post-war period.

Global economic system of the 2000s has been characterised by a globalisation that has entailed the spread of free market capitalism, and a period of strong economic growth. Globalisation has contributed maintaining inflation to a level rather below than our expectations, thanks to China that has become the main exporter of cheap finished goods.

Nevertheless, there have always been glaring weaknesses or imbalances around the world. Indeed, China is more vulnerable and dependent on world economies. Despite its centrality in the global trade, nobody does really know how stable China is. It is therefore essential to remind and keep in mind that social inequality is more dramatic in China than in the United States. Moreover, it has provoked no less than 1900 riots last years. Social measure will be required in China, notably in the fields of legislation on weekly-worked hours and minimum wage. This in turn, should change the pace of inflation development in China adversely. The increasing demand for both agricultural and energy goods from emerging countries has not only caused a surge in their price, but also contributed to climate change. How to manage these developments remains a daunting problem that has faced the global economy. As for the Middle East, it is characterised by its geopolitical instability which has lead to risks to oil prices and shipping.



The world has also experienced global imbalances development together with fragilities in new age financial markets. On the one hand, China's and Japan's financial reserves are huge, around \$US 2.8 trillions, as well as those of several oil-exporters countries. These have led to growing worries about the rise of sovereign wealth funds. They are indeed blamed from not being transparent enough. On the other hand, the US has been forced to borrow \$US 800 thousand million each year to China, Japan and oil-producer countries to support its deficits. Besides, the US has experienced a striking contraction in wealth, an increase in risk spreads, and deterioration in credit market functioning since the summer of 2007. The 2007 US subprime crisis has its roots in falling U.S. housing prices, which have in turn led to higher default levels particularly among less creditworthy borrowers. The impact of these defaults on the financial sector has been greatly exaggerated due to the complex bundling of obligations that was supposed to spread risk efficiently. Unfortunately, that innovation also made the resulting instruments extremely non transparent and illiquid in the face of falling house prices.

Considering the big five financial crisis from the post-war period as a benchmark, Professor Rogoff argued that the run-up in housing prices in the United States, which has been a typical characteristic of financial crisis, in the case of the 2007 crisis exceeds that of the "Big Five". In terms of real growth rates of equity market price indices, he noticed that the Big Five crisis exhibited equity price falls earlier than that of the US has in the early part of the most recent episode. This may be due to the fact that the US Federal Reserve pumped in an extraordinary amount of stimulus at this time. Regarding the current account as share of GDP, it appears that the US is on a typical trajectory, with capital inflows accelerating up to the eve of the crisis. As to real GDP growth per capita in the run-up to debt crises, it follows during the 2007 crisis the same inverted V-shape that characterizes the earlier episodes. However, the growth shock during the Big Five appears larger and more prolonged than for 2007. All in all, these suggest that if the United States does not experience a significant and protracted growth slowdown, it should either be considered very lucky or even more "special" than most optimistic theories suggest. Indeed, given the severity of most crisis indicators in the run-up to its 2007 financial crisis, the United States should consider itself quite fortunate if its downturn ends up being a relatively short and mild one.

- **Lucas Papademos, Vice-President of the European Central Bank**

ECB Vice-President Lucas Papademos focussed on three major issues. First, how globalisation could undermine the effectiveness of monetary policy as a result of its impact on both domestic aggregate demand and aggregate supply? Second, how does globalisation alter the functioning of financial markets? And third, how globalisation may affect this interrelation between monetary policy and financial stability?

Relying on both economic theory and empirical evidence, he argued that globalisation does not fundamentally undermine the effectiveness of monetary policy in preserving price stability, and this even if it impacts both domestic aggregate demand and aggregate supply.

Turning to the effects of globalisation on the functioning of financial markets and institutions, L. Papademos underlines the three following points before discussing empirical evidence and then the ongoing financial turmoil. (1) Both financial integration and development have been driven by several factors, which have contributed, in a mutually reinforcing manner, to the exceptional growth of the overall size of financial markets relative to GDP. These factors are deregulation, capital liberalisation, financial innovation and advances in communication and information technology. They have also contributed to the exponential growth of new financial instruments, the adoption by banks of the "originate and distribute" business model and the increasing presence of new financial intermediaries. (2) Moreover, the securitisation of bank loans and the development of credit risk transfer (CRT) instruments and complex structured finance products have fundamentally changed the functioning of the financial system and the distribution of risk across sectors

and borders. While initially the focus was on transferring market risk, credit risk transfer instruments have increasingly gained in importance since the 1990s. (3) One prominent feature of the development of the financial system is that it has become much more “leveraged”, as indicated by the ratio of total monetary and financial assets relative to the monetary base.

There is empirical evidence supporting the view that the development of the financial sector has had positive effects on the efficient functioning of product markets and has fostered (total factor) productivity gains and output growth. Financial globalisation, together with other factors - such as the rapid growth of new financial instruments, an increase in risk appetite, and the increasing presence of very active and highly leveraged financial market participants - played an important role in explaining reducing volatility and increasing liquidity in financial markets. Another important point is the resilience of financial asset prices to negative shocks is improved when the market is more liquid and the investor base more heterogeneous.

Four features concerning the ongoing financial turmoil should also be highlighted. First, the property price overvaluation is a main factor of the financial market recent turmoil, as it has been for previous turbulence episodes. Second, the functioning of the market for structured finance products exhibited several weaknesses, in particular the imperfect availability of information about the underlying asset characteristics and the inadequate appreciation of risks by investors. Third, these weaknesses fostered moral hazard and contributed to the inadequate assessment and management of credit and funding-liquidity risk. Fourth, the structured investment vehicles which partly reflects the poor assessment and management of the funding and market liquidity risks as well as the reputational risks faced by a number of banks.

Overall, these aforementioned weaknesses in the functioning of the financial system lead to the general conclusion that financial integration and development have not been accompanied by adequate appreciation of risks, effective risk management and sufficient market discipline. Therefore, actions and an institutional framework that encourage prudent behaviour and adequate risk assessment and management are necessary to enhance the resilience of financial systems. Actually, these are currently being examined both by market participants and policy-makers. At this stage, it would be wrong to conclude that financial globalisation is to be blamed for the financial ongoing turmoil as it cannot be considered responsible for the fundamental causes and key weaknesses identified earlier. It has rather acted as a key factor that had contributed to boosting market liquidity, reducing market volatility and fostering financial development in the preceding years. Financial globalisation has also facilitated the propagation of shocks and the spreading of sub-prime related risks to Europe, together with contributing to cushioning the impact of shocks on national financial systems and economies. Lastly, the recent financial market episode has shown that effective cooperation and coordinated action by central banks in managing liquidity and ensuring the efficient functioning of interbank money markets is necessary; and closer cooperation and improved information-sharing between financial supervisors and central banks are beneficial.

In any case, a monetary policy strategy that monitors money and credit developments is likely to contribute to the detection of potentially destabilising financial imbalances at an early stage.

- **Lars Heikensten, Member of the European Court of Auditors, Member of the Bridge Forum Dialogue**

Lars Heikensten, Member of the European Court of Auditors adopted a more broad, long-term and structural perspective to discuss globalisation. The motivation is that it is important for Europe to ask themselves what globalisation requires in terms of adjustment and changes in policies. After having given a broad outline of the globalisation, he underlined two particular points of the current one.



This wave of globalisation is different from previous ones as countries – most importantly China and India – that have entered into the world market are strongly populated this time. Moreover, they were relatively much poorer (in terms of GDP per capita) than industrialised countries.

Concerning Europe, he noted that growth performance has been reasonable, employment has recovered somewhat and productivity has been disappointing over the last years. In comparative perspective however, European economy features are less favourable. Indeed, both growth and productivity have been substantially higher in the US since beginning of the nineties.

Another important aspect relates to the substantial differences that remain between European countries. These differences show up not only in terms of growth, GDP per capita, but also in many various categories as illustrated by the components of the OECD composite indicator of ability to cope with globalization for instance. They are built on several components, among them: immigration rate, school results, public expenditure on active labour market programmes, participation rate in life long learning and an indicator of labour market flexibility. According to this international organization, US but also Nordic countries perform well whereas both Southern and Eastern Europe do the worst.

Another illustration of European differences stands in a study by the Belgian economist Andre Sapir. He has shown that (Nordic) countries that do well in terms of both employment rate and probability of escaping poverty combine generous benefits for unemployed, sticks/carrots for adjustment and weaker employment protection. (Mediterranean) Countries which have problems miss out on one or the other of these aspects.

The upshot of all this is that it is necessary for Europe to reform, and to grow to improve its standard. Many delicate issues (going from aging population to climate change or integration of young workers) are easier to deal with in growing economies. Addressing these issues is important, especially as when one faces a context of accelerating globalization. Consequently, Europe needs to have flexible labour and product markets and well functioning capital markets. In that objective, it can probably find many of the solutions within the methods which are used in the continent.

Contribution by Muriel Nguiffo-Boyom, Economist at the Banque centrale du Luxembourg, May 2008

2 LISTE DES CIRCULAIRES DE LA BCL

- **Circulaire BCL 98/151 du 24 septembre 1998:** Aspects comptables du basculement vers l'euro
- **Circulaire BCL 98/152 du 6 novembre 1998:** Introduction d'un système de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/155 du 9 décembre 1998:** Rappel des obligations en matière de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/156 du 21 décembre 1998:** Décomposition des corrections de valeur constituées par les établissements de crédit au 31.12.1998
- **Circulaire BCL 99/157 du 17 décembre 1999:** Révision du pourcentage de déduction uniforme de la base de réserve
- **Circulaire BCL 2000/158 du 25 février 2000:** Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié»
- **Circulaire BCL 2000/159 du 11 août 2000:** Application de quotités de valorisation de titres applicables aux titres éligibles «Eligibilité des créances privées néerlandaises»
- **Circulaire BCL 2000/160 du 13 novembre 2000** à tous les OPC monétaires concernant l'adhésion de la Grèce à l'UEM
- **Circulaire BCL 2000/161 du 13 novembre 2000:** Date de remise des rapports statistiques mensuels à la BCL
- **Circulaire BCL 2000/162 du 13 novembre 2000** à tous les établissements de crédit concernant l'adhésion de la Grèce à l'UEM
- **Circulaire BCL 2001/163 du 23 février 2001:** La surveillance par la Banque centrale des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg
- **Circulaire BCL 2001/164 du 28 mars 2001:** Recensement du marché global des changes et des produits dérivés
- **Circulaire BCL 2001/165 du 5 mai 2001:** Reprise des activités de l'Institut belgo-luxembourgeois du change par la Banque centrale du Luxembourg et le Service Central de la Statistique et des Etudes Economiques
- **Circulaire BCL 2001/166 du 5 juillet 2001:** Instructions concernant les modifications de la collecte de données relative à la balance des paiements
- **Circulaire BCL 2001/167 du 19 novembre 2001:** Dates de remise des rapports statistiques mensuels à la BCL
- **Circulaire BCL 2001/168 du 5 décembre 2001:** Politique et procédures en matière de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg
- **Circulaire BCL 2002/169 du 30 mai 2002:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger
- **Circulaire BCL 2002/170 du 5 juin 2002:** à tous les établissements de crédit - Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 2.5 «Bilan statistique trimestriel» et abolition des tableaux statistiques S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié» et S 2.6 «Détail des créances sur la clientèle»
- **Circulaire BCL 2002/171 du 5 juin 2002:** à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois - Modification des tableaux statistiques S 1.3 «Bilan statistique mensuel des OPC», S 2.10 «Ventilation par pays», S 2.11 «Ventilation par devises» et S 2.12 «Détail sur les titres détenus par les OPC»
- **Circulaire BCL 2002/172 du 28 juin 2002:** Protection des systèmes de paiement et de



règlement des opérations sur titres contre le crime et le terrorisme – aux opérateurs et agents techniques de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres

- **Circulaire BCL 2002/173 du 3 juillet 2002:** Modification des Conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/174 du 17 juillet 2002:** Modification de la collecte statistique relative aux taux d'intérêt – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/175 du 17 juillet 2002:** Nouvelle collecte de données statistiques en vue de l'Union économique et monétaire – à tous les établissements de crédit – Modification du tableau statistique S 1. 4 «Ajustements liés aux effets de valorisation»
- **Circulaire BCL 2002/176 du 20 décembre 2002:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/177 du 20 décembre 2002:** Liste de codes-pays pour les déclarations 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 2006/199 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 :** 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:** 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:** 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:** 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:** Adoption de l'euro par Chypre et Malte – à tous les OPC monétaires
- **Circulaire 2007/205:** Adoption de l'euro par Chypre et Malte – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/206:** 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:** 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:** 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:** 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:** 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:** 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:** Mise à jour des instructions pour la collecte statistique de la BCL – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/213:** 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:** 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:** Modification des conditions générales de la BCL: A 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:** Transmission des données statistiques par voie de télécommunication : A tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2008/217:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger: A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)

3 PUBLICATIONS DE LA BCL

Bulletin de la BCL

- Bulletin BCL 1999/1, novembre 1999
- Bulletin BCL 1999/2, janvier 2000
- Bulletin BCL 2000/1, juin 2000
- Bulletin BCL 2000/2, septembre 2000
- Bulletin BCL 2000/3, décembre 2000
- Bulletin BCL 2001/1, juin 2001
- Bulletin BCL 2001/2, septembre 2001
- Bulletin BCL 2001/3, décembre 2001
- Bulletin BCL 2002/1, juin 2002
- Bulletin BCL 2002/2 Spécial: stabilité financière, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/3, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/4, décembre 2002
- Bulletin BCL 2003/1, juin 2003
- Bulletin BCL 2003/2, septembre 2003
- Bulletin BCL 2003/3, décembre 2003
- Bulletin BCL 2004/1 Spécial: stabilité financière, avril 2004
- Bulletin BCL 2004/2, juin 2004
- Bulletin BCL 2004/3, septembre 2004
- Bulletin BCL 2004/4, décembre 2004
- Bulletin BCL 2005/1, Spécial: stabilité financière, avril 2005
- Bulletin BCL 2005/2, septembre 2005
- 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

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
- Working Paper 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
- Working Paper N°20, mai 2006
Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg?,
by Christophe Blot
- Working Paper 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
- Working Paper N°24, avril 2007
Mesure de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois, par Abdelaziz Rouabah

- 
- Working Paper 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

PUBLICATIONS ET PRESENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

PUBLICATIONS

Olivier Pierrard et Henri Sneessens «Biased Technological Shocks, Wage Rigidities and Low-skilled Unemployment» dans *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 55, No. 3, pp 330-352.

PRESENTATIONS EXTERNES

January 2008, Presentation BCL research project, CEPS / INSTEAD Differdange
February 2008, Wage Dynamics Network Workshop, ECB, Frankfurt
June 2008, Presentation of BCL research on inflation to CES members and other national experts
June 2008, 25th International Symposium on Money, Banking and Finance, Luxembourg
June 2008, North American Productivity Workshop, Stern School of Business, New York
June 2008, International Symposium on Forecasting, Nice
July 2008, CCBS workshop on "Financial sector in macro-forecasting", London
July 2008, Annual meeting of the European Regional Science Association, Liverpool
August 2008, European Economic Association annual congress, Milan

COMMANDE

Les publications sur support papier peuvent être obtenues à la BCL, dans la limite des stocks disponibles et aux conditions qu'elle fixe. Ces publications peuvent également être consultées et téléchargées sur le site www.bcl.lu



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME

Secrétariat général
L-2983 Luxembourg
Télécopie: (+352) 4774-4910
<http://www.bcl.lu>
e-mail: sg@bcl.lu

4 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int

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.
- "The role of banks in the monetary policy transmission mechanism", August 2008.



La version anglaise du Bulletin mensuel de la BCE est diffusée gratuitement aux abonnés des publications de la BCL. / The English version of the ECB Monthly Bulletin is distributed free of charge to the subscribers of the BCL publications.

ETUDES AD HOC / OCCASIONAL PAPER SERIES

Depuis 2008 / from 2008 onwards:

- “A framework for assessing global imbalances” by T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora and R. Straub, January 2008.
- “The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues” by P. Moutot, A. Jung and F. P. Mongelli, January 2008.
- “China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?” by M. Bussière and A. Mehl, January 2008.
- “Measuring financial integration in new EU Member States” by M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis and S. Manganelli, March 2008.
- “The sustainability of China’s exchange rate
- “The predictability of monetary policy” by T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch and J. Turunen, March 2008.
- “Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise” by G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk and C. Van Nieuwenhuyze, May 2008.
- “Benchmarking the Lisbon strategy” by D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca and W. Coussens, June 2008.
- “Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach” by M. M. Borys, É. K. Polgár and A. Zlate, June 2008.
- “Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, by a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, June 2008.
- “Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia” by S. Herrmann and A. Winkler, June 2008.
- “An analysis of youth unemployment in the euro area” by R. Gomez-Salvador and N. Leiner-Killinger, June 2008.
- “Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts” by M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi and N. Vidalis, July 2008.
- “The impact of sovereign wealth funds on global financial markets” by R. Beck and M. Fidora, July 2008.
- “The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy” by M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf and D. Peschel, July 2008.

ETUDES / 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.

COMMANDE/ ORDER

BCE/ ECB
Postfach 160319
D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>

ABBL Association des Banques et Banquiers, Luxembourg

5 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

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
ECB	European Central Bank	IBLC	Institut belgo-luxembourgeois du change
		IFM	Institution financière monétaire
		IGF	Inspection générale des finances
		IME	Institut monétaire européen (1994-1998)

IMF	International Monetary Fund	PSC	Pacte de stabilité et de croissance
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)	PSF	Autres professionnels du secteur financier
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions	RTGS system	Real-Time Gross Settlement system
IPC	Indice des prix à la consommation	Système RBTR	Système de règlement brut en temps réel
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé	RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
LIPS-Gross	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System	SDR	Special Drawing Rights
LIPS-Net	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System	SEBC	Système européen de banques centrales
MBCC	Modèle de banque centrale correspondante	SEC	Système européen de comptes
MFI	Monetary Financial Institution	SICAF	Société d'investissement à capital fixe
NCB	National central bank	SICAV	Société d'investissement à capital variable
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques	SME	Système monétaire européen
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development	SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs	SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
OLS	Ordinary least squares		
OPC	Organisme de placement collectif	Target system	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole	Système Target	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
PIB	Produit intérieur brut		



TCE	Traité instituant la Communauté européenne	UE15	Etats membres de l'Union européenne avant le 1 ^{er} mai 2004
UCI	Undertaking for Collective Investments	UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities	UEM	Union économique et monétaire
UCM	Union des caisses de maladie	USD	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
UE	Union européenne	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