

# RAPPORT ANNUEL 2003



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

Les photocopies à usage éducatif et non-commercial sont autorisées si la source est citée.

Banque centrale du Luxembourg  
2, boulevard Royal - L-2983 Luxembourg  
Téléphone : (+352) 4774 - 1  
Télécopie : (+352) 4774 - 4910  
Internet : [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)  
E-mail : [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)

# TABLE DES MATIÈRES

<b>MOT DU PRÉSIDENT</b>	<b>6</b>
<b>Chapitre 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>9</b>
<b>1.1 La situation économique au niveau international</b>	<b>9</b>
1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme	9
1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme	10
1.1.3 Les marchés boursiers	11
1.1.4 Les taux de change	11
1.1.5 Les prix à la consommation	12
1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	13
1.1.7 Le commerce extérieur	15
1.1.8 La balance des paiements	16
<b>1.2 La situation économique au Luxembourg</b>	<b>17</b>
1.2.1 Les prix et les coûts	17
1.2.1.1 Les prix à la consommation	17
1.2.1.2 Les prix à la production industrielle	23
1.2.1.3 Les prix à la construction	24
1.2.2 Les activités sectorielles	24
1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	27
1.2.4 La croissance économique	31
1.2.5 Le secteur financier	38
1.2.6 Le marché du travail	43
1.2.6.1 L'emploi	43
1.2.6.2 Le chômage	46
1.2.7 Le commerce extérieur	48
1.2.8 La balance des paiements	49
1.2.8.1 Compte courant	49
1.2.8.2 Compte financier	50
1.2.9 La position extérieure globale du Luxembourg	51
1.2.9.1 Les stocks d'investissements directs	52
1.2.9.2 Les encours d'investissements de portefeuille	52
1.2.9.3 Les stocks d'autres investissements	53
1.2.10 Les finances publiques	53
1.2.10.1 L'orientation fondamentale de la politique budgétaire	53
1.2.10.2 Les recettes	54
1.2.10.3 Les dépenses	56
1.2.10.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale	57
1.2.11 L'activité boursière au Luxembourg	64

<b>Chapitre 2</b>	<b>LES OPÉRATIONS DE LA BCL</b>	<b>67</b>
2.1	Les opérations de la politique monétaire	67
2.2	La gestion des réserves de change au sein de la BCL	73
2.3	La gestion des avoirs de la BCL	73
2.4	Les billets de banque et la circulation des signes monétaires	75
2.4.1	L'évolution de la circulation des signes monétaires	75
	2.4.1.1 Les signes monétaires en euros	75
	2.4.1.2 Les signes monétaires en francs luxembourgeois	77
2.4.2	La gestion des signes monétaires	78
2.4.3	Les émissions numismatiques	78
2.5	Les développements dans le domaine statistique	79
2.5.1	Les statistiques monétaires et financières	79
2.5.2	La balance des paiements et la position extérieure globale	79
2.5.3	La norme spéciale de dissémination de données du Fonds monétaire international	79
2.6	Les systèmes de paiement et de règlement-titres	80
2.6.1	LIPS-Gross	80
2.6.2	L'évolution de la compensation interbancaire LIPS-Net	83
2.6.3	Le cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème	84
	2.6.3.1 La liste des titres éligibles	84
	2.6.3.2 L'utilisation des systèmes de règlement des opérations sur titres par l'Eurosystème	85
2.6.4	Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)	85
2.6.5	Le <i>Night Time Link</i> avec Clearstream	87

<b>Chapitre 3</b>	<b>LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES</b>	<b>89</b>
<b>3.1</b>	<b>L'activité au niveau du Fonds monétaire international (FMI) et d'autres organisations internationales</b>	<b>89</b>
<b>3.2</b>	<b>L'activité au niveau européen</b>	<b>89</b>
3.2.1	L'élargissement de l'Union européenne	89
3.2.2	Projet de Constitution européenne	89
3.2.3	Modification des Statuts du SEBC et de la BCE	90
<b>3.3</b>	<b>L'activité au niveau national</b>	<b>90</b>
3.3.1	L'actualité législative	90
	3.3.1.1 La titrisation	90
	3.3.1.2 Les garanties financières	91
3.3.2	Les Comités BCL	92
3.3.3	Les actions de formation de la BCL	92
3.3.4	Les manifestations extérieures	92
<b>3.4</b>	<b>La communication de la BCL</b>	<b>93</b>

<b>Chapitre 4</b>	<b>LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION</b>	<b>95</b>
<b>4.1</b>	<b>L'organisation de la BCL</b>	<b>95</b>
4.1.1	Le Conseil	95
	4.1.1.1 Le Conseil	95
	4.1.1.2 Le Comité d'audit	96
4.1.2	La Direction	97
4.1.3	L'organigramme de la BCL	98
<b>4.2</b>	<b>Le personnel de la BCL</b>	<b>99</b>
4.2.1	L'évolution des effectifs	99
4.2.2	La gestion des ressources humaines	100
4.2.3	La formation du personnel	101
4.2.4	Le Fonds de pension	101
<b>4.3</b>	<b>Les immeubles</b>	<b>102</b>
<b>4.4</b>	<b>La comptabilité et le budget</b>	<b>102</b>
4.4.1	La comptabilité et les finances	102
4.4.2	Le budget	103
<b>4.5</b>	<b>Les activités d'audit interne</b>	<b>103</b>
<b>4.6</b>	<b>Les comptes financiers au 31 décembre 2003</b>	<b>104</b>
4.6.1	Les chiffres-clés à la clôture du bilan	104
4.6.2	Le rapport du Réviseur aux comptes	105
4.6.3	Le bilan au 31 décembre 2003	106
4.6.4	Le hors bilan au 31 décembre 2003	108
4.6.5	Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2003	108
4.6.6	L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2003	109
<b>Chapitre 5</b>	<b>ANNEXES</b>	<b>125</b>
<b>5.1</b>	<b>Liste des circulaires de la BCL publiées en 2003</b>	<b>125</b>
<b>5.2</b>	<b>Publications de la BCL</b>	<b>125</b>
<b>5.3</b>	<b>Statistiques économiques et financières de la BCL</b>	<b>126</b>
<b>5.4</b>	<b>Liste des abréviations</b>	<b>127</b>
<b>5.5</b>	<b>Glossaire</b>	<b>129</b>

L'évolution de l'économie luxembourgeoise, après son affaissement en 2001 et 2002, n'a pas été meilleure en 2003.

La croissance économique atone s'est prolongée et l'absence de réaction rapide risque de compromettre une situation qui a valu à notre pays une réputation flatteuse.

Alors que le Luxembourg avait l'habitude de compter parmi les meilleurs en ce qui concerne l'inflation, depuis plusieurs années notre économie se caractérise par moins de croissance économique et plus d'inflation, dont une partie non négligeable résulte de prix administratifs et d'augmentations de taxes. La perte de compétitivité est encore plus prononcée face à nos principaux partenaires commerciaux.

L'évolution des coûts unitaires de la main-d'œuvre indique que nous vivons au-dessus de nos moyens et que nous distribuons plus de richesse que nous n'en créons.

Cet état se reflète également dans la dégradation des chiffres du chômage, où le Luxembourg risque pour la première fois d'être dépassé par des pays plus soucieux de leur compétitivité.

Assisterons-nous à une divergence croissante entre la productivité du travail comme mesure de la performance économique et le revenu par tête comme mesure du niveau de vie ?

Par ailleurs, pour la première fois en 20 ans, les administrations publiques enregistreraient un léger déficit en 2003 qui s'accroîtrait encore à partir de 2004. Selon les données de la Commission européenne, la plus forte détérioration des finances publiques en 2003 dans l'Union européenne est celle du Luxembourg. Pour 2005, le déficit pourrait se rapprocher dangereusement de la norme européenne des 3% du produit intérieur brut.

La détérioration de la situation budgétaire observée depuis 2001 s'explique par la mise en œuvre d'une réforme fiscale non financée par une réduction des dépenses. Au contraire, la progression des dépenses des administrations publiques reste très soutenue. Certes, le Luxembourg bénéficie d'une situation financière de base saine, caractérisée par un faible endettement et des réserves bien garnies. Consommer les réserves accumulées et escompter un retour aux années de forte croissance sans ajustement constitue cependant un pari risqué.

Le programme de stabilité déposé par le Gouvernement auprès de la Commission européenne table sur une forte décélération de la progression des dépenses, qui passerait de 10% en 2003 à 4,5%, en moyenne, de 2004 à 2006. Ce programme ne spécifie toutefois pas les mesures susceptibles d'induire un tel ralentissement. Certaines catégories de dépenses ont pourtant connu des augmentations annuelles très fortes ces dix dernières années, en particulier les transferts sociaux et les frais de personnel. Dans un tel contexte, des réformes structurelles sont incontournables, notamment dans le domaine de la sécurité sociale.

Je suis convaincu que les ressorts du dynamisme économique luxembourgeois sont intacts. Il faut activer et libérer les forces capables de créer de la richesse. Hâtons-nous ; l'environnement des taux d'intérêt historiquement bas et inférieurs au niveau naturel est propice et ne saurait perdurer.

**Yves Mersch**



# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.1 La situation économique au niveau international

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

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a réduit les taux d'intérêt à deux reprises en 2003 pour un total de 75 points de base ; à savoir en date du 6 mars 2003 (-25 points de base) et en date du 5 juin 2003 (-50 points de base). Depuis lors, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt inchangés.

TABLEAU 1 : TAUX DIRECTEURS DE L'EUROSISTÈME

Avec effet à compter du <sup>1</sup>	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement		Facilité de prêt marginal	
	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
11/05/2001	3,50%	-0,25	4,50%	-0,25	5,50%	-0,25
31/08/2001	3,25%	-0,25	4,25%	-0,25	5,25%	-0,25
18/09/2001	2,75%	-0,50	3,75%	-0,50	4,75%	-0,50
09/11/2001	2,25%	-0,50	3,25%	-0,50	4,25%	-0,50
06/12/2002	1,75%	-0,50	2,75%	-0,50	3,75%	-0,50
07/03/2003	1,50%	-0,25	2,50%	-0,25	3,50%	-0,25
06/06/2003	1,00%	-0,50	2,00%	-0,50	3,00%	-0,50

Source : BCE

Ainsi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené à 2%. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont également été abaissés, à respectivement 3% et 1%.

Les décisions d'assouplissement de la politique monétaire prises durant le premier semestre résultaient de l'amélioration des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, en raison notamment de l'atonie de la croissance économique et de l'appréciation du cours de change de l'euro.

Cette période était marquée par des incertitudes considérables concernant l'activité économique globale dans le sillage des tensions géopolitiques au Moyen Orient et de leurs retombées sur les prix du pétrole et les marchés financiers. D'autres incertitudes provenaient de l'épidémie du SRAS en Asie et des doutes croissants sur les déficits structurels américains.

<sup>1</sup> La date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal. Pour les opérations principales de refinancement, les modifications du taux sont effectives à compter de la première opération qui suit la date indiquée.

Les incertitudes sur les marchés financiers ainsi que le bas niveau des taux d'intérêt ont amené les investisseurs à des arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs liquides et à court terme. Dans ce contexte de préférence pour la liquidité, la croissance monétaire s'est installée à des niveaux élevés.

Le recoupement des analyses économiques et monétaires récentes a confirmé que l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure compatible avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

En ce qui concerne l'analyse économique, les informations récentes indiquent une amélioration de la conjoncture européenne au second semestre 2003. En sus, le Conseil des gouverneurs table sur un raffermissement de l'activité économique mondiale en 2004. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs se montre préoccupé par les variations excessives des taux de change, susceptibles d'exercer des effets modérateurs sur les exportations européennes. S'agissant des perspectives en matière de prix, ceux-ci vont demeurer favorables. Ils devraient se maintenir autour de 2% à moyen terme et descendre en dessous des 2% à long terme.

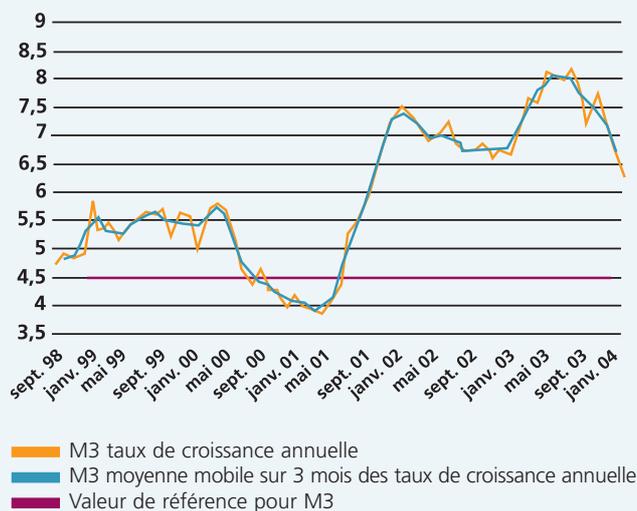
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En ce qui concerne l'analyse monétaire, en dépit d'un certain ralentissement, la croissance annuelle de M3 est restée soutenue. Certes, le bas niveau des taux d'intérêt continue à favoriser la préférence pour les actifs liquides et à court terme.

Or, avec l'amélioration de la situation sur les marchés financiers et la réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques, les investisseurs commencent à réaménager peu à peu leurs portefeuilles au détriment des actifs monétaires et en faveur d'actifs à plus long terme non inclus dans M3.

Globalement, pendant l'année 2003, les taux de croissance annuels de M3 ont augmenté jusqu'en juillet (8,65% en juillet 2003) et se sont ensuite repliés (6,4% en janvier 2004).

GRAPHIQUE 1 : CROISSANCE DE M3 DE LA ZONE EURO EN %



Source : BCE

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

GRAPHIQUE 2 : ÉVOLUTION DU BUND 10 ANS ET DU T-NOTES 10 ANS



Source : Bloomberg

Pendant le premier semestre 2003, les taux obligataires à long terme ont reculé aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. Ce repli des taux longs a principalement été alimenté par les tensions géopolitiques et par la publication de données macroéconomiques laissant entrevoir une reprise plus faible qu'attendu. Ces évolutions du marché obligataire reflètent également d'importants réaménagements de portefeuille effectués au détriment d'actifs plus risqués, tels que les actions.

A partir de la deuxième moitié du mois de juin, les taux obligataires ont entamé leur mouvement haussier. La nette progression des rendements des emprunts publics a été entraînée par le regain d'optimisme des investisseurs quant aux perspectives d'activité économique aux Etats-Unis. Les effets de contagion provenant de la hausse des rendements américains ont été le principal facteur à l'origine de la hausse des taux longs au sein de la zone euro. A cela s'est ajouté un léger regain d'optimisme parmi les opérateurs de marché quant aux perspectives de l'activité économique dans la zone euro.

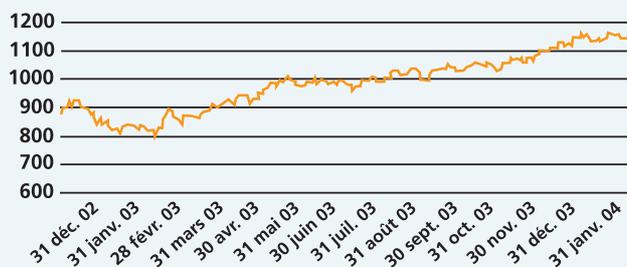
La tendance à la hausse s'est interrompue en septembre, dans le sillage d'anticipations moins optimistes en matière de croissance aux Etats-Unis. Ce retournement de sentiment a été déclenché par des chiffres moins bons que prévus au niveau de l'emploi et de la confiance des consommateurs.

En octobre, avec la publication de chiffres confirmant le redressement économique mondial, les rendements des emprunts publics à long terme ont repris leur mouvement haussier. Finalement, fin 2003 et début 2004, les rendements des emprunts publics à long terme ont légèrement fléchi sous l'influence de la perception des opérateurs de marché que les banques centrales vont poursuivre leurs politiques monétaires accommodantes et maintenir les taux d'intérêt à leurs niveaux bas plus longtemps qu'anticipé.

Le rendement des emprunts publics européens à 10 ans, mesurés ici par l'emprunt allemand Bund 10 ans, a terminé l'année 2003 sur le niveau de 4,25% (contre 4,20% fin 2002) et l'emprunt public américain T-Note 10 ans à 4,29% fin 2003 (contre 3,81 fin 2002). Finalement, le 26 février, le rendement du Bund 10 ans était à 4,09% et celui du T-Note 10 ans à 4,03%.

### 1.1.3 Les marchés boursiers

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DU S&P 500



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DU EUROSTOXX BROAD



Source : Bloomberg

2003 a été caractérisée par une nette reprise des marchés boursiers. Sur l'année 2003, le S&P500 a progressé de 26% et le DJ Eurostoxx de 18%. Les cours boursiers américains et européens, tels que mesurés par le S&P500 et le DJ Eurostoxx, ont reculé jusqu'à la mi-mars avant d'entamer un long mouvement haussier. La baisse en début d'année s'inscrivait dans un contexte caractérisé par les tensions géopolitiques et les inquiétudes persistantes du marché quant aux perspectives économiques mondiales. A partir de la mi-mars, un redressement a eu lieu dans les marchés avec le début des opérations militaires en Iraq, entraînant des arbitrages de portefeuille au profit des actions. Les incertitudes régnant sur les marchés boursiers se sont progressivement atténuées avec la fin des opérations militaires.

Depuis lors, les cours boursiers ont poursuivi leur orientation à la hausse. Cette évolution a bénéficié de la publication d'une série de données économiques meilleures que prévu et du regain d'optimisme des opérateurs quant aux perspectives d'activité économique et de bénéfices des entreprises.

Les cours boursiers se sont ensuite stabilisés pendant l'été et ont renoué avec leur mouvement ascendant en automne. Ceci est dû en partie à l'amélioration du sentiment des opérateurs quant aux perspectives économiques mondiales dans le sillage de la publication de données macroéconomiques favorables. Les bourses ont également été soutenues en fin d'année par la publication de résultats des entreprises cotées supérieurs aux attentes. La hausse des cours boursiers s'est poursuivie début 2004, sous l'effet d'une appréciation optimiste des perspectives de bénéfice des entreprises cotées. Les cours des actions devraient également avoir profité du repli des rendements des taux obligataires à long terme.

### 1.1.4 Les taux de change

A la fin de l'année 2003, en termes effectifs et nominaux<sup>2</sup>, le taux de change de l'euro était de 11% supérieur à celui de fin 2002 et de 17% supérieur à sa moyenne de 2002.

GRAPHIQUE 5 : ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE USD/EUR



Source : Bloomberg

L'euro s'est apprécié face au dollar durant les premiers mois de l'année. L'incertitude induite par la montée des tensions géopolitiques ainsi que la publication, aux Etats-Unis, de statistiques économiques inférieures aux attentes ont pesé sur le dollar. De plus, la détérioration de la situation budgétaire des Etats-Unis a été perçue par le marché comme un facteur négatif supplémentaire.

<sup>2</sup> C'est-à-dire par rapport à un panier de devises.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le cours de change USD/EUR a ensuite enregistré d'importantes fluctuations en mars et en avril en réaction aux nouvelles relatives au déroulement des opérations militaires en Irak. Avec la fin des actions militaires, les investisseurs ont recentré leur attention sur la persistance du déficit courant américain. Ainsi, l'euro s'est davantage raffermi face au dollar. Le différentiel des taux d'intérêt à court terme entre l'euro et le dollar devrait également avoir affecté le cours de change USD/EUR.

Début juin, suite à des signes plus positifs émanant de la confiance des consommateurs américains et du climat des affaires, le dollar s'est stabilisé contre l'euro dans une fourchette étroite comprise entre 1,17 et 1,19.

A partir de mi-juin, les opérateurs de marché ont revu à la hausse leurs anticipations concernant l'activité économique aux États-Unis et le dollar s'est renforcé de nouveau par rapport à l'euro. En septembre, les marchés de change ont évolué dans le sillage des déclarations à l'issue de la réunion du G7 à Dubaï plaidant pour une plus grande flexibilité des taux de change. Cette déclaration a surtout déclenché une appréciation généralisée du yen et un fort affaiblissement du dollar.

En novembre, un nouveau rebond de l'euro a été entraîné par des craintes de mesures protectionnistes américaines en particulier contre l'industrie chinoise du textile et une résurgence des attaques terroristes. Le recul du dollar américain par rapport à l'euro s'est accentué fin 2003 et début 2004. Malgré de nouveaux signes d'amélioration de l'économie américaine, les opérateurs sont préoccupés par la situation sur le marché de l'emploi et les déficits américains, en particulier le déficit persistant et important de la balance des opérations courantes.

L'euro a clôturé l'année sur le niveau de 1,26 USD, soit une hausse de 19% sur l'année. En février 2004, l'euro a temporairement passé le cap de 1,29 USD pour cependant se replier par la suite et traiter dans une fourchette comprise entre 1,21 et 1,24 USD depuis lors. Ce repli a eu lieu notamment suite à une série de déclarations publiques d'inquiétude quant aux possibles répercussions de l'évolution du dollar sur l'industrie exportatrice européenne.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

Mesurée par l'IPCH, l'inflation dans la zone euro s'est établie à 2,1% en moyenne en 2003, soit une diminution de 0,1% par rapport au taux moyen enregistré en 2002.

**TABLEAU 2 : ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ (IPCH) ET DE SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO**

	2001	2002	2003	2003 janv.	2003 fév.	2003 mars	2003 avril	2003 mai	2003 juin	2003 juil.	2003 août	2003 sept.	2003 oct.	2003 nov.	2003 déc.	2004 janv.
<b>IPCH Global</b>	2,4	2,2	2,1	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	1,9
dont																
<b>Biens</b>	2,5	1,7	1,8	1,6	2,1	2,2	1,5	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7	2,0	1,8	1,3
<i>Alimentation</i>	4,5	3,1	2,8	1,4	2,0	2,2	2,3	2,4	2,9	3,0	3,1	3,6	3,6	3,9	3,6	3,1
- Produits alimentaires non transformés	7,0	3,1	2,2	-0,7	0,3	0,7	0,9	1,1	2,5	2,7	3,3	4,2	3,8	3,8	3,2	2,9
- Produits alimentaires transformés	2,8	3,1	3,3	2,8	3,2	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	3,2	3,5	4,0	3,8	3,3
<i>Produits manufacturés</i>	1,2	1,0	1,2	1,7	2,2	2,2	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	1,1	0,9	0,4
- Produits manufacturés hors énergie	0,9	1,5	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
- Énergie	2,5	-0,5	3,1	6,0	7,7	7,5	2,2	0,6	1,6	2,0	2,7	1,6	0,7	2,2	1,8	-0,4
<b>Services</b>	2,7	3,1	2,5	2,8	2,7	2,6	2,9	2,5	2,5	2,3	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	2,5
ICPH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,0	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	2,0	2,0	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9

Source : Eurostat

Le taux de progression de l'IPCH de la zone euro est donc demeuré relativement élevé en 2003 en dépit de l'atonie économique et de l'appréciation de l'euro. Cette inertie de l'inflation est liée à l'évolution défavorable des prix des produits alimentaires non transformés en raison de la canicule estivale, aux cours du pétrole qui sont demeurés élevés et aux augmentations de la fiscalité indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

En 2003, le profil d'évolution de l'IPCH global a reflété les développements au niveau des composantes les plus volatiles que sont les prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie. Le rythme de progression de l'IPCH global, dans la zone euro, a été plutôt erratique en 2003. La tendance à la baisse, amorcée fin 2002, s'est interrompue début 2003 en raison de l'incidence des incertitudes géopolitiques liées au conflit en Irak sur les cours du pétrole. La levée des tensions géopolitiques consécutive à la fin des opérations militaires en Irak, comme la reprise de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain ont atténué la contribution des prix de l'énergie à l'inflation. Ainsi, le rythme de progression annuel de l'IPCH global est revenu de 2,4% en février et mars à 1,8% en mai 2003. Au cours de la seconde moitié de 2003, toutefois, le taux d'inflation global a oscillé autour de 2% en raison de facteurs contradictoires. D'une part, la contribution des prix des produits alimentaires a augmenté en raison de la canicule de l'été 2003 et de la hausse des taxes sur le tabac dans plusieurs pays de la zone euro. D'autre part, l'appréciation de l'euro a exercé une pression favorable sur les prix des biens importés.

En ce qui concerne l'évolution des prix dans la zone euro début 2004, le taux de progression de l'IPCH devrait reculer, sous l'effet d'effets de base liés aux prix des produits pétroliers, à 1,6% en février 2004 selon l'estimation rapide d'Eurostat, après s'être établi à 1,9% en janvier 2004. Les taux d'inflation de la zone euro devraient remonter par la suite mais rester inférieurs à 2% sur l'ensemble de l'année 2004, en ligne avec la définition de la stabilité des prix.

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

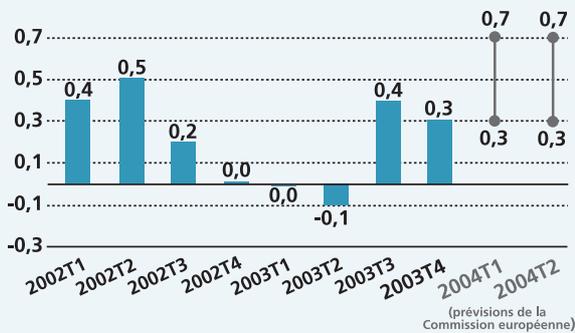
Les dernières estimations relatives à la croissance du PIB réel de la zone euro en 2003 confortent l'analyse selon laquelle la reprise économique a débuté au second semestre. De fait, après avoir chuté au cours du premier semestre, la croissance trimestrielle du PIB a redémarré au cours du troisième trimestre 2003 pour se fixer à 0,4%. La première estimation précoce pour le dernier trimestre de 2003 table aussi sur un renouvellement de l'activité économique avec la croissance (+0,3%).

Les projections du PIB en volume de l'Eurosystème, de la Commission européenne, de l'OCDE et du FMI pour 2004 et 2005 tablent toutes sur un renouvellement progressif de l'activité économique avec la croissance. Un renforcement tant de la demande extérieure que de la demande domestique présideraient à cet élan de croissance. En particulier, l'Eurosystème estime que parmi les composantes de la demande domestique, la consommation privée progressera entre 1,1% et 2,1% et 1,9% et 2,9% respectivement en 2004 et en 2005. La consommation privée devrait en effet bénéficier de la croissance du revenu disponible réel qui serait favorisée par la poursuite de l'appréciation de l'euro (contenant l'inflation importée), par des taux d'intérêt historiquement bas et par la reprise de la croissance de l'emploi (contribuant à redonner confiance aux agents). La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des intervalles de 0,6% et de 1,6%, et de 0,3% et 1,3% respectivement en 2004 et en 2005. Après avoir enregistré trois années de baisse, la formation brute de capital fixe devrait à nouveau repartir en 2004 et significativement rebondir en 2005 (entre 0,2% et 3,2% en 2004 et entre 2,3% et 5,5% en 2005) sous l'effet bénéfique à la fois de la croissance de la demande externe adressée à la zone euro et de conditions de financement très favorables.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

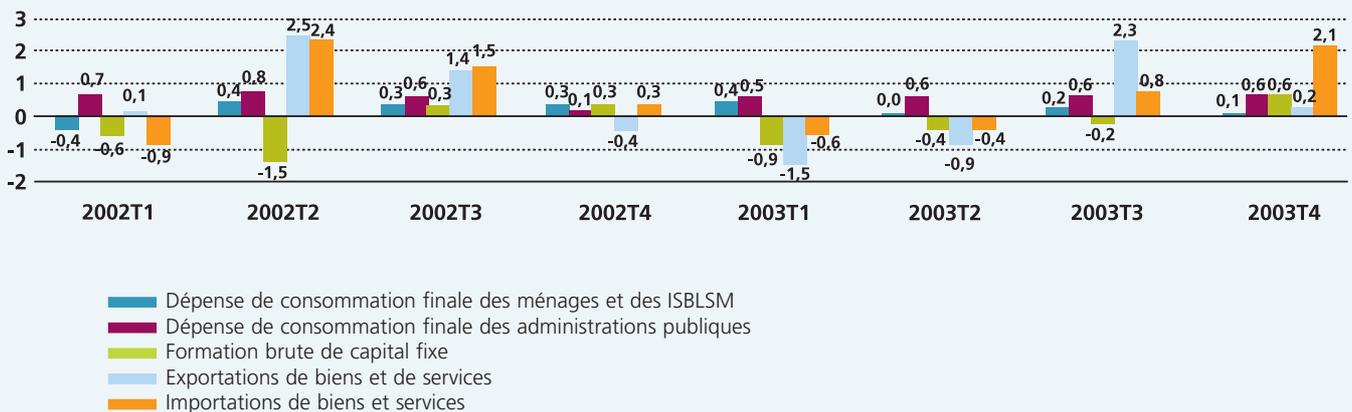
La croissance des exportations et des importations devrait aussi reprendre vigueur courant 2004 et 2005 dans le sillage de l'accélération de la croissance mondiale et domestique (resp. dans des intervalles de 2,8%/6,0% et de 5,0%/8,2% en 2004 et 2005 du côté des exportations et de 2,9%/6,3% et de 5,1%/8,5% en 2004 et 2005 du côté des importations).

**GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO (VARIATION TRIMESTRIELLE EN POURCENTAGE)**



Source : Eurostat

**GRAPHIQUE 7 : ÉVOLUTION DES AGRÉGATS CONSTITUTIFS DU PIB DE LA ZONE EURO (VARIATION TRIMESTRIELLE EN POURCENTAGE)**



Source : Eurostat

**TABLEAU 3 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO  
(VARIATIONS ANNUELLES EN POURCENTAGE)**

	2002	2003	2004	2005
<b>Prévisions de la Commission européenne</b>				
PIB réel	0,9	0,4	1,8	2,3
<b>Prévisions de l'OCDE</b>				
PIB réel	0,9	0,5	1,8	2,5
<b>Projections de l'Eurosystème (intervalles)</b>				
PIB réel	0,9	0,2 / 0,6	1,1 / 2,1	1,9 / 2,9
Consommation privée	0,5	1,0 / 1,4	1,1 / 2,1	1,4 / 3,0
Consommation publique	2,8	0,9 / 2,1	0,6 / 1,6	0,3 / 1,3
Formation brute de capital fixe	-2,8	-1,7 / -0,7	0,2 / 3,2	2,3 / 5,5
Exportations de biens et de services	1,7	-1,6 / 1,2	2,8 / 6,0	5,0 / 8,2
Importations de biens et de services	0,0	0,1 / 2,7	2,9 / 6,3	5,1 / 8,5

Source : Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

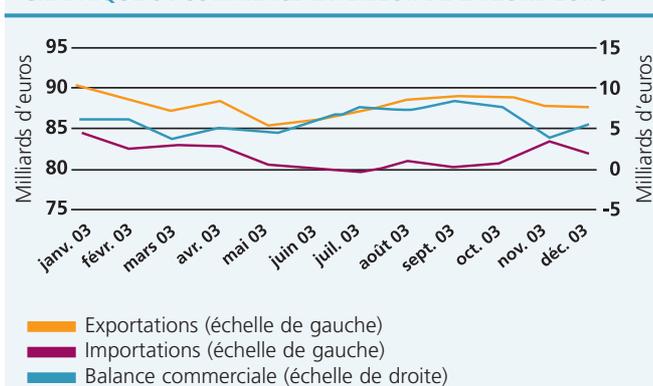
En raison de la reprise très progressive de la conjoncture observée au cours du second semestre de 2003, la situation sur le marché du travail est demeurée inchangée. Le taux de chômage est resté globalement stable tout au long de l'année, mais à un niveau bien plus élevé que celui enregistré en 2002 (8,8% soit 12 284 000 personnes en moyenne en 2003, après 8,4% soit 11 689 000 personnes en moyenne en 2002).

Les dernières données disponibles indiquent que la croissance annuelle de l'emploi est restée quasi nulle tout au long des trois premiers trimestres de 2003. Cette absence de création d'emplois fait suite à deux années d'érosion continue de la croissance annuelle de l'emploi au sein de la zone euro et devrait s'être prolongée au dernier trimestre de 2003. De fait, le marché de l'emploi réagissant avec retard par rapport à la situation conjoncturelle, les perspectives d'évolution de l'emploi (et du chômage) n'ont été que modérément optimistes pour le début de 2004.

### 1.1.7 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro a atteint 72 milliards d'euros en 2003 comparé à un excédent de 99 milliards d'euros en 2002. Cette baisse de l'excédent s'explique par l'appréciation de l'euro vis-à-vis de l'ensemble des devises étrangères d'environ 11%. Si les échanges ont diminué en valeur, les exportations sont cependant restées stables en volume et les importations ont progressé d'environ de 2,5% en volume. La baisse des exportations en valeur de 2,5% découle d'une baisse des prix équivalente, tandis que la faible diminution des importations en valeur de 0,5% résulte d'une baisse des prix d'environ 3%, plus importante que l'augmentation des volumes.

**GRAPHIQUE 8 : COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO**



Source : Eurostat

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

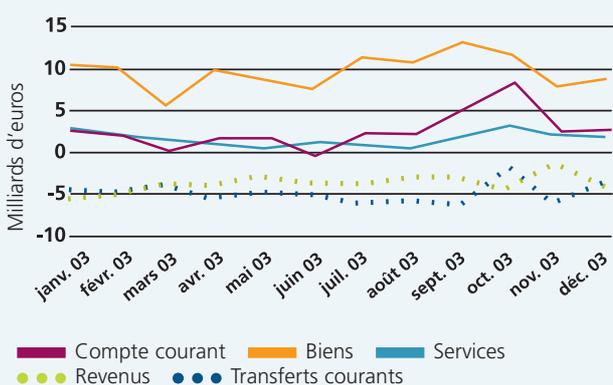
L'évolution des échanges commerciaux de la zone euro avec ses partenaires est fortement marquée entre 2002 et 2003. Les échanges avec la Chine sont en augmentation de plus de 20% alors que ceux vers les autres pays d'Asie diminuent. Les échanges avec l'Europe de l'Est et la Communauté des Etats indépendants se sont aussi accrus de plus de 6%. Les échanges avec l'Amérique sont en baisse d'environ 9%, à l'exception des importations en provenance d'Amérique du Sud qui sont stables.

Le commerce de machines et matériel de transport représente plus de la moitié de la baisse des échanges et de l'excédent de la balance commerciale, suivi par les produits manufacturiers. Les échanges de combustible ont augmenté, ayant pour conséquence le creusement du déficit énergétique.

### 1.1.8 La balance des paiements

Le compte des transactions courantes de la zone euro a été excédentaire en 2003 de 28 milliards d'euros, comparé à un excédent de 67 milliards en 2002. Cette évolution est la conséquence de la réduction de l'excédent des biens et des creusements des déficits des revenus et des transferts courants. L'amélioration de l'excédent des services compense pour un montant de 6 milliards d'euros la dégradation des autres postes. Ces évolutions résultent d'une diminution des échanges, liée à l'appréciation du taux de change de l'euro et la faiblesse de la demande intérieure. Toutefois, les importations de biens ont augmenté, en données corrigées des variations saisonnières, de 4,5% entre le troisième et le quatrième trimestre 2003, ce qui indique un redressement de la demande intérieure.

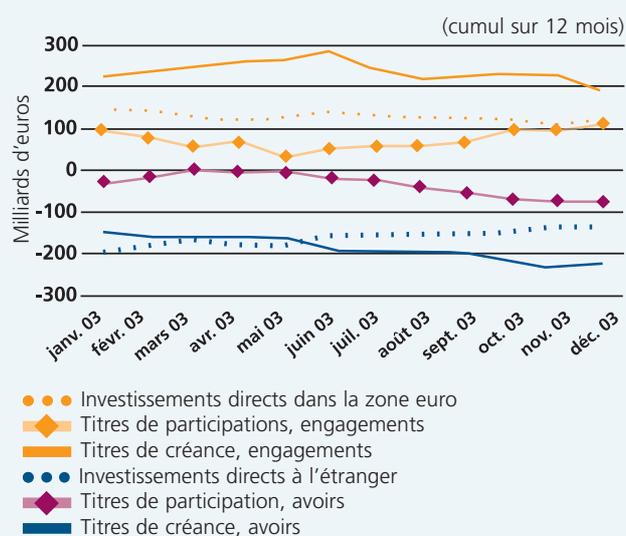
GRAPHIQUE 9 : SOLDE DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO (CVS)



Source : BCE

Les composantes du compte financier ont été affectées par les incertitudes géopolitiques et économiques du début de l'année 2003 qui ont par la suite laissé place à un regain d'optimisme. Les investissements en titres de participation, aussi bien du côté des avoirs que des engagements, ont repris à partir du deuxième trimestre 2003, rompant ainsi une tendance baissière de plus de deux années. Les investissements des résidents de la zone euro en titres de créances étrangers ont augmenté en privilégiant les obligations aux titres du marché monétaire, montrant ainsi une meilleure confiance en l'avenir. De même, du côté des engagements, les investisseurs étrangers ont privilégié les obligations émises par des résidents de la zone euro aux dépens des titres du marché monétaire. La baisse des investissements directs s'est poursuivie au cours de l'année 2003, mais à une allure beaucoup plus réduite pour se stabiliser en fin d'année.

GRAPHIQUE 10 : INVESTISSEMENTS NETS DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO CUMUL SUR 12 MOIS



Source : BCE

## 1.2 La situation économique au Luxembourg

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le taux d'inflation moyen au Luxembourg, mesuré par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) global, s'est élevé à 2,0% en 2003, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'en 2002. Parallèlement, l'inflation sous-jacente<sup>3</sup>, qui permet de mieux suivre l'évolution des prix issue du processus économique en excluant les biens dont les prix sont les plus volatils, a fléchi de 0,4% pour s'établir à 2,1% en moyenne annuelle tandis que les prix des produits pétroliers ont augmenté de 1,9% en moyenne annuelle. La modeste baisse de l'inflation globale observée en 2003 est donc essentiellement liée à la modération des hausses annuelles des prix des biens et services inclus dans l'indice de l'inflation sous-jacente. En janvier 2004, les taux de progression annuels de l'IPCN global et de l'inflation sous-jacente ont été respectivement de 2,1% et de 2,2%.

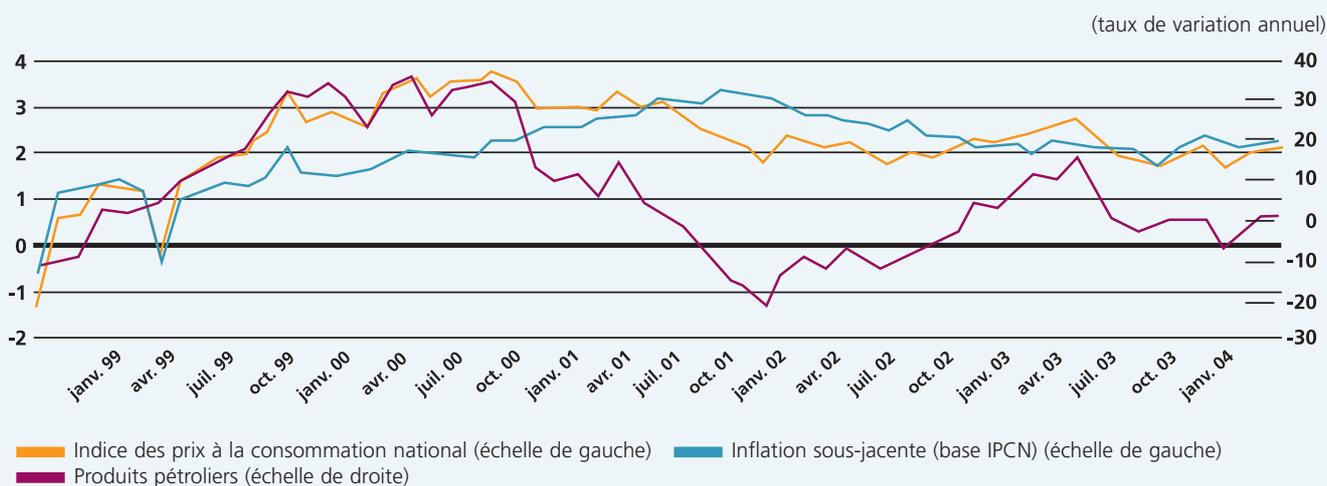
Le profil d'évolution de l'IPCN global a été plutôt erratique en 2003. En effet, après une hausse du taux calculé en glissements annuels au cours du premier trimestre, qui est passé de 2,3% en janvier à 2,7% en mars, le rythme de progression annuel de l'IPCN a progressivement reculé jusqu'en juillet, s'établissant à 1,6%, avant d'accélérer à nouveau, pour s'inscrire à 2,1% en décembre 2003.

En revanche, l'inflation sous-jacente a fait preuve d'une certaine stabilité en 2003, puisqu'elle a fluctué entre 2,0% et 2,2% en termes annuels hormis en juillet, quand une hausse annuelle de 1,7% a été enregistrée. De nombreux facteurs expliquent la rigidité à la baisse de l'inflation sous-jacente observée en 2003. Il s'agit notamment de l'augmentation des tarifs publics, de la hausse du salaire minimum en début d'année, de l'impact des tranches indiciaires de juin 2002 et d'août 2003, de la généralisation du parking payant sur le territoire de la Ville de Luxembourg, des hausses des prix des services médicaux et dentaires et du tabac, ainsi que les effets haussiers de la canicule de l'été 2003 sur les prix des produits alimentaires non transformés.

En 2003, les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont en moyenne été plus défavorables que l'année précédente en ce qui concerne l'IPCH global. En effet, la moyenne annuelle du différentiel de l'IPCH global est passée de -0,2% à 0,4% pour la zone euro et de 0,5% à 1,0% pour les pays limitrophes. A noter que le Luxembourg a occupé en février 2004, avec 2,4% en termes annuels, l'avant-dernier rang dans la zone euro en matière d'évolution de l'IPCH global.

Le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est également, en moyenne annuelle, détérioré en 2003 par rapport à la zone euro (de 0,3% à 0,8%) et par rapport aux pays limitrophes (de 0,9% à 1,3%).

GRAPHIQUE 11 : INFLATION ET PRODUITS PÉTROLIERS (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



Source : STATEC

<sup>3</sup> Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## Prévisions d'inflation

En moyenne, nos prévisions antérieures<sup>4</sup> pour l'IPCN ont été en ligne avec l'évolution récente de l'inflation. Pour ce qui est de l'IPCH on note une légère sous-estimation qui provient de l'évolution défavorable des prix du tabac et des produits pétroliers et qui, en raison de leur pondération, ont eu un impact relativement plus important sur l'IPCH que sur l'IPCN.

### Hypothèses

Les prévisions d'inflation de la BCL sont généralement scindées en deux, à savoir des projections pour le sous-indice énergie, ainsi que des projections pour l'inflation globale excluant les produits énergétiques.

Les hypothèses sous-jacentes pour les produits pétroliers suivent un schéma habituel, en l'occurrence un taux de change EUR/USD maintenu constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme (pour les détails, voir le tableau ci-dessous). Mi-février, l'euro cotait aux environs de 1,26 USD/EUR, soit une nette appréciation par rapport aux prévisions antérieures.

Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 30\$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 28\$/bl pour décembre 2004, donc à un niveau simultanément proche de la borne supérieure de la fourchette de prix visée par l'OPEP et supérieur par rapport aux hypothèses de l'exercice de novembre 2003. En somme, l'appréciation récente de l'euro n'a pas été suffisante pour compenser la révision à la hausse du prix du pétrole en dollar ce qui devrait entraîner un recul moins prononcé pour le sous-indice énergie par rapport aux prévisions précédentes. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

**TABEAU 4 : HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS D'INFLATION**

	2003	2004	03-T4	04-T1	04-T2	04-T3	04-T4
Prix du pétrole en \$	28,8	29,5	29,3	30,6	29,9	29,2	28,5
Taux de change \$/€	1,13	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,0	-7,3	-7,8	-16,9	3,8	-8,0	-8,0

Source : BCL

Outre les facteurs standards influant sur les prix des produits pétroliers, le gouvernement avait annoncé dans son projet de loi du budget pour l'année 2004 une hausse des accises de 7 cents/litre sur le prix de l'essence.

<sup>4</sup> Voir Bulletin de la BCL 2003/3, pp. 25-28

Contrairement à ce qui avait été annoncé, la hausse du prix n'a pas été étalée sur l'année 2004, mais la mesure pleine a été appliquée dès le 1<sup>er</sup> janvier 2004, induisant de ce fait une légère détérioration des projections de l'inflation par rapport à l'exercice précédent. Le *timing* de la prochaine tranche indiciaire n'est en revanche pas affecté puisque la mesure est neutralisée dans le mécanisme de l'indexation automatique des salaires. Selon nos estimations, l'incidence de la hausse devrait se chiffrer à peu près à une différence de croissance de 6,5 points de pourcentage pour le sous-indice énergie. L'impact sur l'IPCH et l'IPCN serait de respectivement 0,7 point de pour cent et 0,15 point de pour cent.

Les facteurs déterminants de l'inflation, à l'exclusion des produits énergétiques, sont généralement l'inflation importée ainsi que l'évolution des coûts salariaux. S'y ajoutent des mesures spécifiques telles que les ajustements au niveau de la taxation indirecte ainsi que l'évolution des tarifs publics et des prix administrés. En dépit de l'accélération conjoncturelle anticipée dans la zone euro par la Commission européenne et l'Eurosystème, l'inflation importée du Luxembourg devrait *a priori* rester contenue. D'une part, il n'y pas de pressions inflationnistes provenant des pays voisins, ceux-ci connaissant un important écart de production négatif. D'autre part, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar devrait atténuer les tensions, d'origine extérieure à la zone euro, sur les prix à la consommation. La décélération de l'inflation domestique serait en revanche probablement plus lente en raison de l'évolution des coûts salariaux. En effet, une tranche indiciaire est venue à échéance en août, induisant une hausse relativement prononcée des prix des services en septembre 2003.

Un alourdissement de la taxation indirecte sur le tabac et plus précisément le relèvement de la part spécifique du droit d'accises autonome sur les cigarettes a été annoncé dans le projet de loi du budget 2004. Bien qu'il soit difficile de prévoir le *timing* et l'ampleur des ajustements de prix, nous avons incorporé des augmentations graduelles des prix des cigarettes sur l'horizon de prévision.

Les tarifs fixés par les autorités centrale et locales pour les services d'ordre public, communément encore appelés "prix administrés", sont généralement adaptés en janvier et demeurent applicables pour le reste de l'année. La progression mensuelle des services en janvier, qui donne une bonne indication quant à l'ordre de grandeur de ces adaptations, a été de 0,38% en janvier 2004 ce qui se compare favorablement aux années précédentes. Dans le passé, ces prix ont exercé un effet marqué sur l'inflation des services. En revanche, cette année-ci les seules hausses notables ont été relatives aux services médicaux et dentaires. En raison de la persistance de ces prix, l'impact sur l'inflation globale serait dès lors également moindre que lors des années précédentes, ce qui est un élément-clé dans nos projections de la modération de l'inflation excluant les prix de l'énergie.

## Résultats

Sur base des seules hypothèses du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie, comme l'IPCN énergie, connaîtrait une évolution globalement favorable sur l'horizon de prévision. En revanche, en raison de l'adaptation de la taxation indirecte sur l'essence, la contribution de l'énergie à l'inflation globale serait encore légèrement positive en 2004. Comme par le passé, les variations annuelles du sous-indice resteraient très volatiles à l'avenir.

La décélération de l'IPCH et de l'IPCN à l'exclusion de l'énergie devrait se poursuivre lors des prochains mois quoique à un rythme très lent. Plusieurs facteurs devraient notamment empêcher à ce que l'inflation tombe en dessous de 2%. L'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est en effet récemment accélérée, un mouvement relativement surprenant au vu de l'environnement conjoncturel fragile et de l'appréciation de l'euro. Les retombées des adaptations de prix de certains services intensifs en main d'œuvre à la hausse automatique des salaires du mois d'août devraient se faire sentir jusqu'au moins au troisième trimestre 2004 en raison de la persistance des ajustements. Les hausses des prix des cigarettes constitueront un autre facteur inflationniste. Tout comme pour l'essence, du fait d'une pondération relativement plus importante dans l'IPCH, les mesures fiscales sur le tabac auront un impact relativement plus prononcé sur l'IPCH que sur l'IPCN.

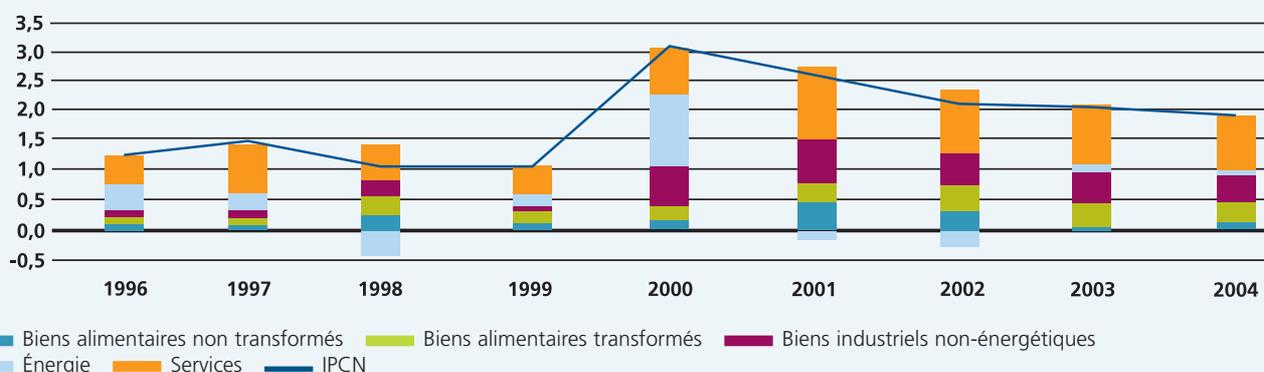
En moyenne, les projections pour l'IPCN n'ont guère été modifiées depuis notre publication précédente. La révision à la hausse de la projection pour l'IPCH a en revanche été plus marquée, la détérioration des hypothèses relatives au prix du pétrole en euros et la mesure fiscale sur l'essence ayant un impact relativement plus prononcé sur l'IPCH que sur l'IPCN.

TABLEAU 5 : PRÉVISIONS D'INFLATION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2002	2003	2004	2003 2 <sup>e</sup> sem	2004 1 <sup>er</sup> sem	2004 2 <sup>e</sup> sem
IPCN	2,1	2,0	1,8	1,9	2,0	1,6
IPCH	2,1	2,5	2,3	2,2	2,3	2,3
IPCH énergie	-3,7	1,2	3,1	-1,6	2,6	3,6
IPCH ex énergie	2,9	2,7	2,4	2,6	2,5	2,2

Source : BCL

GRAPHIQUE 12 : CONTRIBUTIONS À L'AUGMENTATION DE L'IPCN<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.  
Source : STATEC, calculs BCL

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### La compétitivité telle qu'appréhendée par les indicateurs du taux de change effectif réel

Les indicateurs du taux de change effectif réel permettent d'évaluer la compétitivité de l'économie luxembourgeoise en fournissant une comparaison en devise commune des prix ou des coûts au Luxembourg à ceux de ses principaux partenaires commerciaux. Une analyse parue dans le Bulletin 2003/3 de la BCL a présenté des indicateurs du taux de change effectif réel calculés à l'aide des indices des prix à la consommation, des indices des prix à la production et des coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière. Cet encadré fournit une mise à jour de ces trois séries, ainsi que la présentation de deux nouveaux indicateurs, calculés à l'aide des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie et des déflateurs du PIB dans les différents pays. En élargissant l'analyse pour inclure non seulement l'industrie manufacturière, mais aussi les autres secteurs de l'économie luxembourgeoise (notamment les services financiers), les résultats donnent une image nettement plus pessimiste de l'évolution de la compétitivité en termes de coûts salariaux unitaires. Ensuite, les différents indicateurs du taux de change effectif réel sont prolongés jusqu'à 2005 à l'aide des résultats du dernier exercice de projection de l'Eurosystème. Sur la base de ces hypothèses, la compétitivité du Luxembourg devrait continuer à se détériorer.

Parmi les différents déflateurs considérés pour construire les indicateurs du taux de change effectif réel, les indices des prix à la consommation sont souvent préférés parce qu'ils sont rapidement disponibles, rarement révisés et relativement comparables au niveau international. Les prix à la consommation constituent cependant une base imparfaite pour évaluer la compétitivité de l'économie nationale parce qu'ils intègrent le prix de beaucoup de services qui ne font pas l'objet de commerce international et parce qu'ils excluent les prix de certains biens intermédiaires qui sont échangés au niveau international. C'est pourquoi les indices des prix à la production sont souvent privilégiés dans la construction du taux de change effectif réel. Toutefois, les prix à la production présentent aussi des désavantages pour l'analyse de la compétitivité, parce qu'ils sont sujets à des distorsions si les entreprises adoptent des stratégies d'adaptation des prix en fonction des marchés. En effet, les entreprises exportatrices ont souvent la possibilité d'ajuster leur marge pour compenser partiellement des variations du taux de change. Dès lors, le taux de change effectif réel est aussi calculé à l'aide des coûts salariaux unitaires, qui sont en principe indépendants du pouvoir de fixation des prix par les entreprises et des fluctuations du taux de change. Le plus souvent, les coûts salariaux unitaires utilisés sont ceux dans l'industrie manufacturière, parce que cette branche de production est bien recensée statistiquement sur une base relativement comparable au niveau international et parce que les produits manufacturiers sont généralement exposés à la concurrence internationale. Malgré cela, même ce choix de déflateur a ses limites, vu que les coûts salariaux unitaires sont seulement disponibles à une fréquence trimestrielle, avec des délais de publication plus longs et avec des révisions plus importantes. De plus, l'industrie manufacturière ne constitue qu'une partie du secteur exportateur d'un pays.

Par conséquent, en l'absence d'un déflateur idéal dans le calcul du taux de change effectif réel, et vu que le résultat peut varier selon l'indicateur de prix privilégié, il convient de considérer plusieurs déflateurs alternatifs, afin d'établir si les résultats sont robustes. Dans le cas du Luxembourg, où les services financiers constituent une partie importante du commerce international, il est judicieux d'élargir le domaine de comparaison au-delà de la seule industrie manufacturière. C'est pourquoi le taux de change effectif réel pour le Luxembourg a aussi été calculé avec les coûts salariaux unitaires observés dans l'ensemble de l'économie. Cependant, cet indice ne tient pas compte de l'évolution des coûts du capital et des coûts de la consommation intermédiaire, qui peuvent à leur tour être influencés par les coûts salariaux dans les branches de production qui sont abritées de la concurrence internationale. C'est pour cette raison qu'un indicateur additionnel du taux de change effectif réel a été calculé sur base de l'indicateur de prix le plus général dans l'économie nationale, c'est-à-dire le déflateur du PIB.

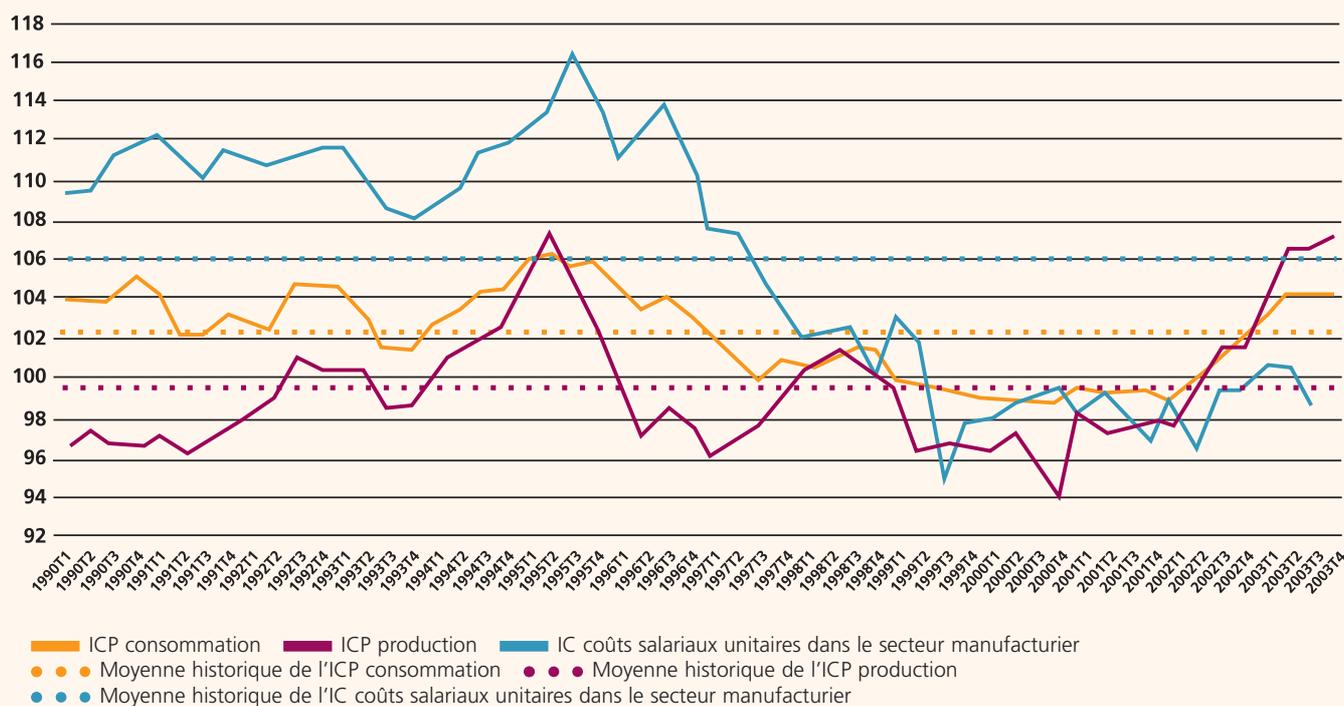
Les indicateurs du taux de change effectif présentés ici sont calculés vis-à-vis de ce que la BCE appelle le "groupe restreint" de partenaires commerciaux, qui représente 23 pays pondérés selon leur importance relative dans les échanges internationaux du Luxembourg. Dans les graphiques qui suivent, une augmentation du taux de change effectif réel représente une perte de compétitivité pour l'économie du Luxembourg. Les indicateurs sont normalisés à 100 en 1999T1 et il convient donc de comparer leurs évolutions relatives plutôt que leurs niveaux.

Le graphique 13 est analogue au graphique 8 de l'analyse publiée dans le Bulletin 2003/3 de la BCL, qui se fondait sur les indices des prix à la consommation et les indices des prix à la production disponibles jusqu'à 2003T3 ainsi que les coûts salariaux unitaires disponibles jusqu'à 2003T2. Les nouvelles séries intègrent des révisions des données sous-jacentes qui ne sont pas limitées à la dernière observation disponible au moment de la rédaction du bulletin. De plus, les nouveaux indicateurs couvrent un trimestre supplémentaire pour lequel des données ont été publiées. Pour chacun des trois indicateurs, les nouvelles estimations du taux de change effectif réel fournissent une image de détérioration ultérieure de la compétitivité. Evidemment, celle-ci est en grande partie liée à l'appréciation de l'euro depuis 2003T2. Cependant, il faut garder à l'esprit que l'évolution de ces indicateurs est surtout déterminée par l'évolution des prix ou des coûts dans les pays membres de la zone euro, qui représentent les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg. L'indicateur fondé sur les coûts salariaux dans l'industrie manufacturière reste le plus optimiste sur les périodes les plus récentes. Toutefois, compte tenu de sa volatilité plus élevée cet indicateur doit être interprété avec plus de précaution. D'ailleurs, suite aux révisions des données, les trimestres 2003T1 et 2003T2 sont maintenant supérieurs à 100 (niveau au premier trimestre 1999) dépeignant une image plus mitigée de la compétitivité sur la dernière année.

Le graphique 14 présente les deux nouveaux indicateurs de compétitivité fondés sur les coûts salariaux dans l'ensemble de l'économie et sur les déflateurs du PIB. L'indicateur fondé sur les prix à la consommation est aussi retenu à des fins de comparaison. Les nouveaux indicateurs ne sont disponibles que trimestriellement, mais ont l'avantage de pouvoir être extrapolés à l'aide des résultats de l'exercice de projection de l'Eurosysteme. Pour les pays dont l'évolution des coûts salariaux ou du déflateur du PIB n'est pas spécifiée dans cet exercice de prévision, les calculs se fondent sur les projections publiées par l'OCDE en novembre 2003. A noter que les exercices de projection reposent sur l'hypothèse de taux de change bilatéraux inchangés à partir du premier trimestre de 2004. Par conséquent, les évolutions anticipées des indicateurs du taux de change effectif réel reflètent surtout les mouvements anticipés des prix ou des coûts au Luxembourg et chez ses principaux partenaires commerciaux.

L'indicateur fondé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie est le plus volatil, tout comme son homologue pour l'industrie manufacturière. Cependant, l'image qu'il donne de la compétitivité est beaucoup plus inquiétante. Pour l'ensemble de l'économie, depuis 2000T2 les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus rapidement au Luxembourg que chez ses partenaires commerciaux, générant une importante perte de compétitivité. Ainsi, la croissance relativement contenue des coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière n'est pas représentative de la situation dans l'ensemble de l'économie luxembourgeoise. De fait, le taux de change effectif réel qui se limite à la comparaison internationale des coûts salariaux unitaires dans cette branche de production risque d'induire en erreur.

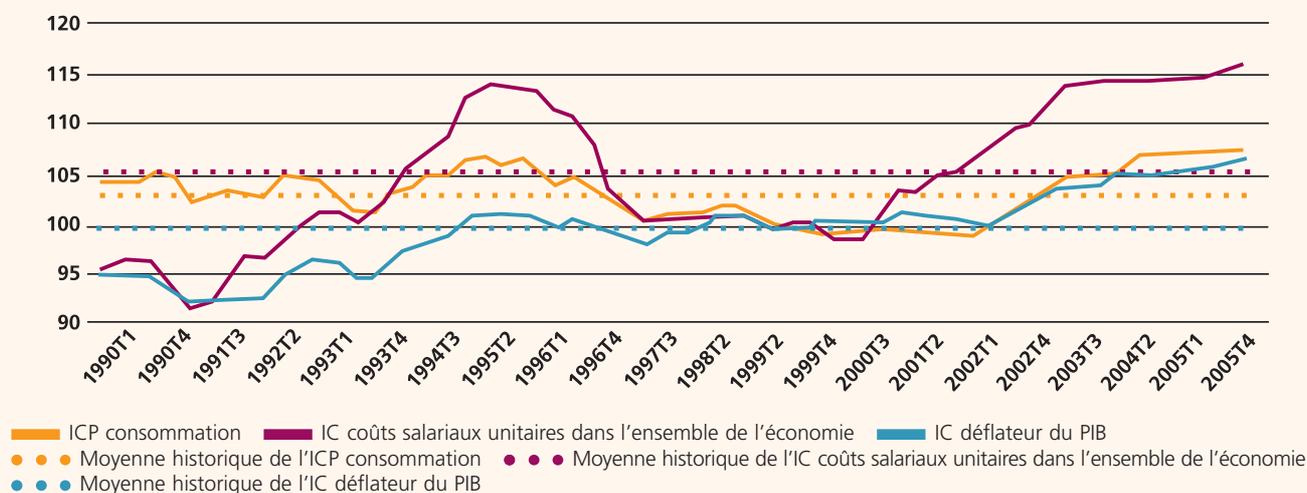
**GRAPHIQUE 13 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ FONDÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LES PRIX À LA PRODUCTION ET LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER**



Source : BCE, FMI, EUROSTAT et calculs BCL

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 14 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ FONDÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LE DÉFLATEUR DU PIB ET LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES POUR L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE**



Source : BCE, FMI, OCDE, EUROSTAT, et calculs BCL

Les indicateurs de compétitivité fondés sur l'indice des prix à la consommation, à la production et celui basé sur les déflateurs du PIB ont tous dépassé leur moyenne historique respective entre le second trimestre 2002 et le dernier trimestre 2003, enregistrant des appréciations de l'ordre de 4,4%, 7,5% et de 3,6% au cours de la période sous revue. Les prévisions relatives aux indicateurs de compétitivité fondés sur les prix à la consommation et sur les déflateurs du PIB font état d'une poursuite de cette détérioration de la compétitivité jusqu'au dernier trimestre 2005. Sous l'hypothèse de taux de change nominaux inchangés, les indicateurs du taux de change effectif réel fondés sur les prix à la consommation et le déflateur du PIB devraient apprécier de respectivement 2,7% et de 1,5% au dernier trimestre de 2005 par rapport à leur niveau du premier trimestre 2004.

Du côté des indicateurs de compétitivité fondés sur les coûts salariaux unitaires, force est de constater que celui pour l'ensemble de l'économie a enregistré une perte de compétitivité plus de deux fois plus importante que celle enregistrée par son homologue portant sur le secteur manufacturier entre le second trimestre 2002 et le dernier trimestre de 2003 (respectivement de 6,3% et de 2,7%). Selon les prévisions, l'indicateur de compétitivité coûts pour l'ensemble de l'économie devrait marquer une pause dans sa progression en 2004 (seulement +0,4%) suivie par une détérioration plus importante en 2005, principalement en raison de l'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire.

En résumé, la récente détérioration de la compétitivité identifiée par les trois indicateurs du taux de change effectif réel publiés au Bulletin BCL 2003/3 se trouve renforcée par la mise à jour des données et confirmée par le calcul de deux nouveaux indicateurs fondés sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie et sur le déflateur du PIB. De plus, selon les résultats de l'exercice de projection de l'Eurosystème, cette détérioration devrait continuer jusqu'à la fin de 2005, sous l'hypothèse de taux de change nominaux inchangés. Cette conclusion implique un rythme de croissance plus rapide de l'indice des prix à la consommation, du déflateur du PIB et des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

La phase haussière du cycle des prix de vente de produits industriels, qui a débuté au deuxième trimestre de l'année 2002 s'est poursuivie pendant l'année 2003 et n'a été interrompue que temporairement par la contraction des prix au troisième trimestre 2003. En moyenne, les prix ont progressé de 1,3% en 2003 contre une baisse annuelle de 1,1% l'année précédente. Cette évolution se compare à celle de la zone euro où les prix ont simultanément progressé de 1,6%. Le cycle des prix industriels est généralement dominé par le cycle des prix des biens intermédiaires en raison de la volatilité de ces derniers. Ainsi, ceux-ci expliquent le recul de l'indice global au troisième trimestre. Les prix des biens d'équipement et de consommation se caractérisent en revanche par une évolution plus stable et ont aussi, à l'exception de la baisse des prix des biens de consommation au dernier trimestre 2003, affiché des hausses trimestrielles au courant de l'année passée. En général, il semble qu'on ait pu observer une réduction de l'amplitude des variations de prix au cours des deux dernières années par rapport aux années antérieures.

**TABLEAU 6 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)**

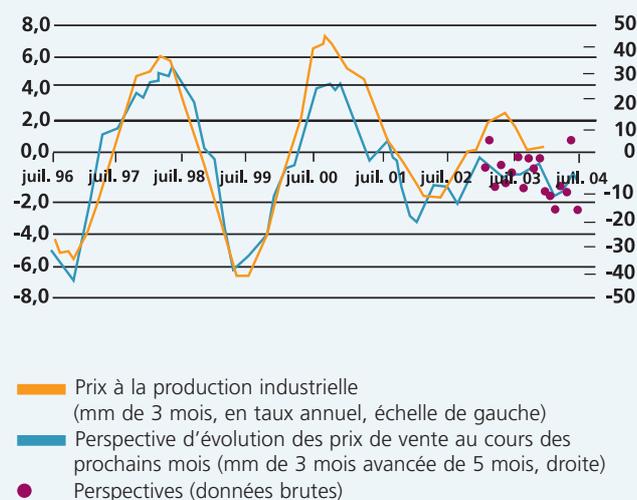
	2001	2002	2003	03-T1	03-T2	03-T3	03-T4
Ensemble des produits industriels	1,1	-1,1	1,3	0,6	0,3	-0,5	0,1
Biens intermédiaires	0,4	-2,1	1,0	0,5	0,2	-0,8	0,3
Biens d'équipement	1,8	1,1	1,6	0,9	0,3	0,1	0,3
Biens de consommation	3,6	1,4	2,1	0,7	0,3	0,5	-0,6

Source : STATEC

L'évolution moyenne des prix en 2003 pourrait résulter de plusieurs facteurs. Bien que la conjoncture se soit améliorée à partir du troisième trimestre 2003, le fait que la hausse des prix soit relativement faible pourrait témoigner des conditions de demande mitigées dans la zone euro. L'observation que l'accélération des prix se soit tempérée au deuxième semestre par rapport au premier, précisément lors de la phase d'embellie conjoncturelle, pourrait être due à l'appréciation accélérée de l'euro par rapport au dollar lors de cette période. Le prix du pétrole s'est établi en moyenne au-dessus des 28\$/bl, une hausse de l'ordre de 15% par rapport à 2002.

Cependant, en raison de l'appréciation du taux de change, le prix du pétrole en euros est resté en moyenne quasiment inchangé par rapport aux deux années précédentes, ce qui a pu occasionner une moindre volatilité des prix à la production industrielle au cours de cette période.

**GRAPHIQUE 15 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> L'indicateur est fondé 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).

Source : Eurostat, BCL

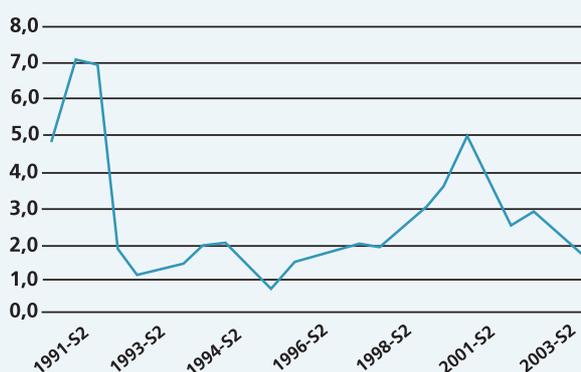
L'évolution récente des prix se situe légèrement au-dessus des attentes formulées par les chefs d'entreprises dans le cadre des enquêtes de conjoncture harmonisées. Selon ces dernières, les prix auraient plutôt tendance à se stabiliser, voire à baisser (en termes de variation annuelle), au cours des prochains mois.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.2.1.3 Les prix à la construction

En 2003, les prix à la construction ont augmenté au même rythme que les prix à la consommation en affichant une progression annuelle moyenne de l'ordre de 2%. La décélération de la hausse des prix à la construction observée depuis 2001 semble logique à bien des égards. D'une part, étant donné l'intensité en main d'œuvre d'une série de services de la construction, cette modération s'explique probablement par un ralentissement de la progression du coût salarial. La contribution de l'indexation automatique des salaires au coût salarial est certes restée stable à 2,1% en 2003, mais l'augmentation des salaires réels est en décélération. D'autre part, l'essoufflement de l'activité économique, précisément dans la branche du bâtiment en 2003, a sans doute également exercé un impact modérateur sur les prix.

**GRAPHIQUE 16 : PRIX À LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Les prix sont recensés sur base semestrielle.

Source : STATEC

### 1.2.2 Les activités sectorielles

#### L'industrie

L'industrie luxembourgeoise a été confrontée en 2003 à une stagnation de la demande internationale. L'activité économique dans la zone euro a connu un profil relativement plat et le mouvement de reprise ne s'est que faiblement manifesté vers la fin de l'année, dans le sillage de l'embellie conjoncturelle Outre-Atlantique. En moyenne, la progression de 0,5% de la production industrielle dans la zone euro n'a été qu'une hausse compensatrice de la baisse de l'activité du même ordre de grandeur de l'année 2002.

Le cycle conjoncturel de l'industrie luxembourgeoise coïncide en général avec celui de la zone euro, tout en connaissant une amplitude plus élevée. Avec une progression de la production industrielle de l'ordre de 3% en 2003, le secteur manufacturier luxembourgeois a pu profiter davantage de l'embellie conjoncturelle que ses équivalents européens. A bien des égards, l'année 2003 semble aussi constituer une amélioration par rapport à 2002, même si elle ne peut pas encore à ce stade être assimilée à une année de transition vers une année de croissance plus soutenue. Un niveau de production en hausse, conjugué à une légère progression des prix, implique une augmentation du chiffre d'affaires. Par ailleurs, en dépit d'une accélération des commandes nouvelles, l'ajustement au niveau des coûts s'est poursuivi, comme l'attestent un fléchissement de l'emploi et une contraction des salaires réels.

**TABLEAU 7 : INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**

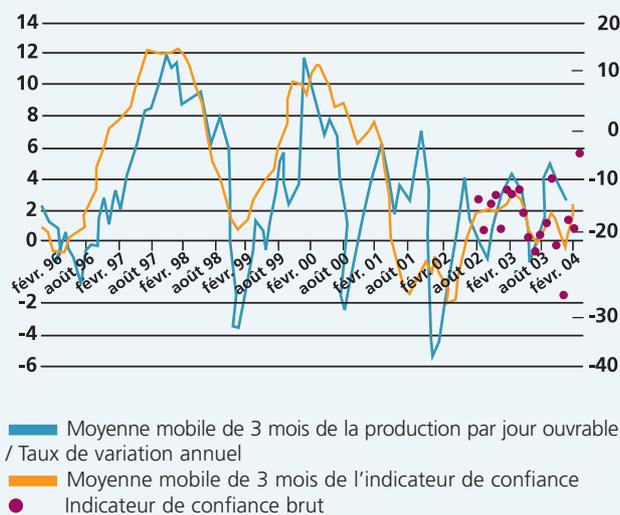
	2001	2002	2003	T1-03	T2-03	T3-03	T4-03
Production par jour ouvrable	3,1	0,4	2,6	4,5	-1,3	4,7	2,9
Chiffre d'affaires	3,4	-1,0	3,9	7,9	4,5	0,3	2,8
Nombre de salariés	0,6	-1,6	-1,4	-1,7	-1,6	-1,3	-1,2
Heures travaillées	-1,0	-3,1	-0,7	-1,5	-1,7	0,9	-0,1
Coût salarial	4,5	0,5	0,9	0,5	-0,3	1,9	1,4
Commandes nouvelles	-2,2	1,6	5,3	13,9	3,9	-2,6	6,1

Source : STATEC

L'évolution, à première vue favorable, est cependant partiellement imputable au développement de nouvelles activités venant compléter le parc industriel luxembourgeois. Bien que cette évolution soit de bon augure pour le moyen terme puisqu'elle témoigne d'un renforcement et d'une diversification du secteur, elle amène également à relativiser la performance à court terme des autres entreprises. Par ailleurs, le cycle s'est caractérisé par une volatilité des taux trimestriels relativement importante.

Cette amélioration de la production effective ne s'est pourtant pas encore traduite en un regain d'optimisme de la part des chefs d'entreprises. Au deuxième semestre, l'indicateur de confiance dans l'industrie se situait en moyenne à un niveau inférieur à celui observé au premier semestre. De même et contrairement à ce qui prévalait dans les pays voisins ou dans la zone euro, l'indicateur s'est caractérisé avant tout par un mouvement horizontal, ce qui ne laissait pas entrevoir une tendance claire quant à une amélioration - ou à une détérioration - de la situation. Dans ce contexte, le degré d'utilisation des capacités de production et la production assurée se sont une nouvelle fois repliés au premier trimestre 2004, pour atteindre respectivement 83% et 2,7 mois - les deux indicateurs revenant ainsi aux niveaux atteints au début de 1997. Selon les enquêtes trimestrielles, l'insuffisance de la demande demeure le facteur principal contrariant le processus de production en début 2004. Ce n'est qu'en février 2004 qu'on a pu relever une amélioration nette des anticipations des chefs d'entreprises sur base d'un optimisme accru quant aux perspectives futures de production.

**GRAPHIQUE 17 : INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

Source : STATEC, calculs BCL

### La construction

Du fait de ses caractéristiques intrinsèques, le secteur de la construction se trouve moins exposé que l'industrie aux variations conjoncturelles. En 2003, il a pourtant également été affecté par la relative stagnation économique qui perdure depuis 2001. Calculé sur les onze premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires affiche encore une progression annuelle moyenne de 14,6%, mais la production par jour ouvrable baisse de 1,2%. Quant au profil intra-annuel, bien qu'il semble que la situation se soit légèrement rétablie vers la fin de l'année, l'évolution au deuxième semestre est masquée par un effet de base qui commence à favoriser les taux annuels. Au niveau des branches, le bâtiment semble davantage touché que le génie civil.

L'absence de concordance entre production et chiffre d'affaires n'est pas exceptionnelle pour le secteur de la construction. En effet, compte tenu des habitudes de paiement dans ce secteur, le chiffre d'affaires n'est qu'un reflet partiel de l'activité instantanée dans le secteur. La production, quant à elle, reflète le profil des heures travaillées, et fournit ainsi un meilleur reflet de l'activité sur la période couverte.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 8 : INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**

	2001	2002	2003	T1-03	T2-03	T3-03	T4-03
Nombre de salariés	3,2	2,6	0,8	1,7	1,2	0,6	0,9
Salaires et traitements	8,5	8,2	2,7	13,3	3,5	0,6	5,1
Chiffre d'affaires - Total	-1,6	5,5	13,1	0,9	3,3	17,7	14,5
Nombre d'heures - ouvriers prestées	4,8	2,9	0,5	-2,9	-4,5	-6,0	4,4
Production par jour ouvrable - Total	4,4	3,6	-0,2	-1,9	-6,3	-5,9	3,3
Production par jour ouvrable - Bâtiment	13,0	3,0	-4,1	-4,2	-12,7	-11,1	-2,2
Production par jour ouvrable - Génie civil	-4,0	4,2	3,9	0,7	-0,7	0,2	9,9
Permis de bâtir <sup>1</sup>	-10	-2,7		24,6	-31,7	117,7	
Crédits au logement <sup>2</sup>	13,7	21,1		14,1	11,5	27,7	23,0
Taux hypothécaires <sup>3</sup>	5,4	4,4		4,1	3,9	3,8	3,5

<sup>1</sup> Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

<sup>2</sup> Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

<sup>3</sup> Rupture de série à partir du début de 2003.

Source : STATEC, BCL

Le secteur de la construction a probablement atteint le sommet de son activité économique en 2001 et 2002. D'une part, les travaux publics se font plus rares à la suite des importants chantiers qui s'achèvent et qui ne sont pas remplacés par des projets d'un ordre de grandeur similaire. D'autre part, la décélération de la création d'emplois dans l'économie luxembourgeoise commence vraisemblablement à exercer un impact sur la demande adressée à la branche du bâtiment. Comme noté ci-dessus, il semble que la décélération récente des prix à la construction témoigne de la modération de l'activité.

Après le creux conjoncturel en 2003, les statistiques à court terme relatives au bâtiment résidentiel signalent en revanche une légère amélioration de l'activité pour le début de l'année 2004. Ainsi, les autorisations de bâtir s'affichent en hausse depuis quelques trimestres, tandis que les conditions de financement sont des plus favorables. De surcroît, les crédits au logement progressent régulièrement, traduisant à la fois un effet volume et un effet prix.

Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture du début de l'année 2004 sont légèrement plus optimistes qu'à la fin de l'année passée et indiquent une reprise modeste de la demande adressée aux entreprises.

### Le commerce et les autres secteurs

Le ralentissement conjoncturel observé au cours des années 2001 et 2002 avait sérieusement entravé le dynamisme de la branche du commerce considérée dans son ensemble, dont les progressions moyennes du chiffre d'affaires en valeur provenaient presque exclusivement de la hausse des prix et non pas d'une hausse des volumes. Cette situation s'est inversée en 2003, à la suite d'un regain d'activité dans le commerce de gros et du maintien de la croissance des ventes du commerce de détail et du commerce et réparation automobile. Il semble que le consommateur luxembourgeois n'ait jusqu'à présent guère été affecté dans ses choix par le ralentissement conjoncturel et la progression du chômage. En témoigne d'ailleurs une hausse des immatriculations de voitures pour la huitième année consécutive. Les crédits à la consommation accordés aux ménages luxembourgeois ne montrent également pas de signes d'essoufflement.

**TABLEAU 9 : CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**

	2001	2002	2003 <sup>1</sup>	T4-02	T1-03	T2-03	T3-03	T4-03
Commerce total	2,9	2,2	9,3	6,6	11,2	8,2	11,0	
Commerce de détail	5,0	8,1	6,5	9,2	8,3	6,3	5,3	
Commerce et réparation automobile	5,2	8,1	10,9	9,7	14,1	8,4	11,3	
Commerce de gros	2,0	-0,5	11,7	5,3	11,9	10,1	13,4	
Hôtels et restaurants	2,5	3,5	-5,2	2,0	-5,3	-4,8	-5,4	
Immatriculations de voitures	2,0	1,2	1,6	-3,8	2,1	-3,5	3,2	7,3

<sup>1</sup> Les données se rapportent aux onze premiers mois de l'année sauf pour les immatriculations de voitures (année complète disponible) et le commerce et réparation automobile et le commerce total (neuf mois disponibles uniquement).

Source : STATEC

En revanche, l'hôtellerie et les restaurants semblent souffrir d'un recul de la clientèle, comme l'atteste une baisse annuelle de leur chiffre d'affaires. Les mauvaises conditions météorologiques du début d'année, les répercussions de la situation économique générale sur les voyages d'affaires ainsi que les retombées de la conjoncture sur le revenu disponible des voyageurs peuvent expliquer cette évolution.

Les tensions géopolitiques ont vraisemblablement également influencé le comportement des touristes en 2003. Ainsi, selon les premières estimations, le nombre de nuitées passées au Luxembourg aurait stagné en 2003. De surcroît, 2003 a donné lieu à une modification dans la composition de ces nuitées en faveur de nuitées plus économiques (campings) et en défaveur des nuitées de standing (hôtels).

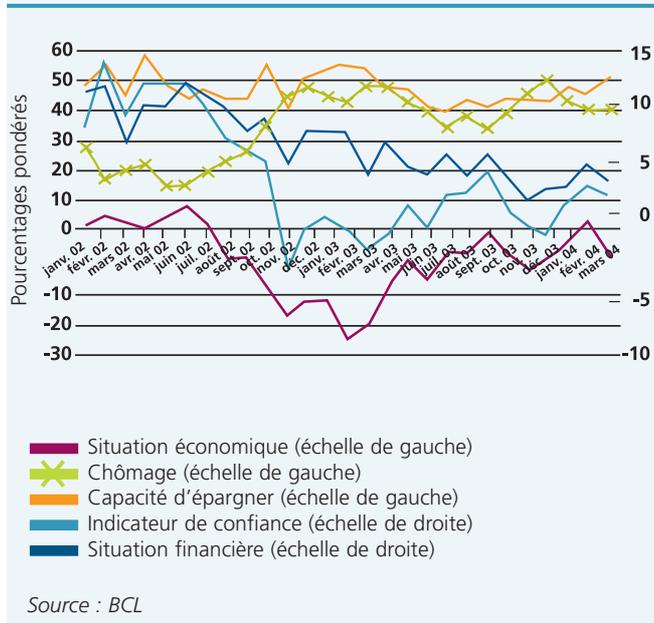
### 1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Après avoir accusé un fléchissement net et ininterrompu au second semestre 2002, l'indicateur de confiance des consommateurs<sup>5</sup> s'est stabilisé à un bas niveau au cours de la première moitié de l'année 2003, comme l'attestent des moyennes trimestrielles de -1 pour les premier et deuxième trimestres.

Par la suite, un regain d'optimisme chez les consommateurs a porté la moyenne de l'indicateur de confiance à 3 pour le troisième trimestre 2003. Cette augmentation de l'indicateur de confiance des consommateurs n'a cependant pas permis de regagner les niveaux affichés au premier semestre 2002, avec des moyennes de respectivement 10 et 12 aux premier et deuxième trimestres. Le redressement observé au troisième trimestre s'explique par l'orientation positive des perspectives d'évolution sur 12 mois de la situation économique générale et du chômage. La perception de l'évolution attendue de la situation financière des ménages est, quant à elle, restée stable au troisième trimestre 2003.

S'agissant du quatrième trimestre 2003, l'indicateur de confiance des consommateurs a fléchi, portant sa moyenne trimestrielle à nouveau à -1. Ce recul s'explique essentiellement par un moindre optimisme en ce qui concerne l'évolution attendue, sur les douze prochains mois, de la situation économique générale et du chômage et, bien que dans une moindre mesure, par les attentes concernant l'évolution de la situation financière des ménages. La perception de l'évolution de la capacité à épargner est la seule composante de l'indicateur à s'être améliorée au cours du quatrième trimestre.

GRAPHIQUE 18 : INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET SES COMPOSANTES



Source : BCL

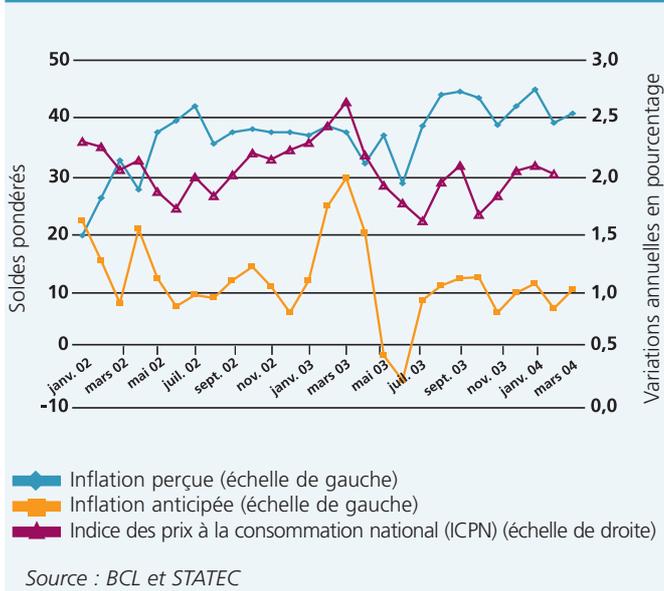
Comme l'illustre le graphique qui suit, les perceptions des consommateurs observées en 2003 en matière d'évolution passée des prix à la consommation semblent en moyenne être moins découplées de l'évolution de l'inflation effective que cela n'a été le cas au cours de l'année précédente. Au premier semestre 2002, les ménages pourraient avoir attaché une grande importance aux fortes hausses des prix de certains biens et services qu'ils achètent fréquemment, par exemple dans le domaine de la restauration et de l'hôtellerie. Il est concevable qu'une partie de ces hausses ait été liée à l'introduction de l'euro fiduciaire.

Les anticipations des consommateurs en matière d'évolution future des prix à la consommation ont été plutôt erratiques en 2003. En effet, les consommateurs sont devenus nettement plus pessimistes au sujet de l'évolution anticipée des prix en février et mars 2003, comme en témoigne une hausse du solde pondéré afférent, qui est passé de 12 en janvier à 30 en mars. Les tensions géopolitiques liées à l'imminence du conflit en Irak ont probablement été à l'origine du pessimisme des ménages observé en début d'année 2003. Les consommateurs ont cependant, depuis le début du deuxième trimestre 2003, fait preuve d'un regain d'optimisme quant aux perspectives d'évolution des prix dans le sillage d'une sensible atténuation des tensions géopolitiques à partir d'avril. A noter que le profil d'évolution des anticipations de prix décrit ci-dessus est similaire à celui observé au niveau de la zone euro.

<sup>5</sup> Ce dernier synthétise les réponses à quatre questions qui traitent de l'évolution sur les 12 prochains mois. Il s'agit des questions relatives à la situation financière des ménages, la situation économique générale, l'évolution du chômage et la capacité d'épargner.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 19 : INFLATION PERÇUE, ANTICIPÉE ET OBSERVÉE



En ce qui concerne l'évolution au début de l'année 2004, on note que l'indicateur de confiance des consommateurs s'est amélioré en janvier et en février pour ensuite se détériorer en mars. Il a en effet affiché une valeur de 2 en mars après s'être établi à 3 en février, à 1 en janvier 2004 et à -2 en décembre 2003. Cette augmentation de l'indicateur s'explique essentiellement par l'orientation positive de deux de ses composantes, en l'occurrence les perspectives d'évolution sur 12 mois de la situation économique générale et du chômage. La contribution à l'évolution de l'indicateur des perspectives sur 12 mois de la situation financière des ménages et de la capacité à épargner a été modeste en ce début d'année.

### Production potentielle et cycle économique

La reprise est-elle arrivée au Luxembourg ? Aux Etats-Unis, le début d'une reprise est signalé par le creux du cycle économique, ce qui est officiellement daté par un comité du National Bureau of Economic Research (NBER). Les dates des creux sont souvent associées à la contraction du PIB pendant deux trimestres successifs, mais le comité souligne que ses décisions se fondent sur un éventail d'indicateurs économiques beaucoup plus large. En tout cas, les Etats-Unis ont connu deux trimestres de contraction du PIB en 2001 (quand le comité NBER a effectivement identifié un creux) et l'Allemagne a connu le même phénomène en 2003. Au Luxembourg, en l'absence d'une mesure trimestrielle du PIB, il est nécessaire d'utiliser d'autres méthodes pour aborder la question.

Tout d'abord, il convient de clarifier que dans l'analyse du cycle économique le terme "récession" ne se limite pas uniquement aux contractions de l'activité économique souvent associées avec le creux du cycle (comme dans l'acception habituelle), mais s'applique à toute la phase du cycle qui va d'un pic jusqu'au creux suivant. Le ralentissement actuel correspond à une telle phase de faible croissance. D'autre part, le terme "expansion" s'applique à toute la phase du cycle qui va d'un creux au pic suivant, représentant des périodes de forte croissance comme celles que le Luxembourg a connues jusqu'en 2000. Par conséquent, le cycle économique est aussi appelé "cycle de croissance", parce qu'il est une succession de périodes de forte croissance (les phases d'expansion) et de périodes de croissance faible ou négative (les phases de récession).

Les fluctuations de la croissance sont bien visibles dans les statistiques économiques publiées, mais le cycle économique lui-même n'est pas directement observable. Pour séparer les phases d'expansion et de récession, il faut définir un taux de croissance d'équilibre ou soutenable à long terme. Il est possible tout simplement d'utiliser le taux de croissance moyen observé sur une période suffisamment longue, mais plus souvent la croissance d'équilibre est associée au concept de la "production potentielle".

La production potentielle est le niveau du PIB atteint par l'utilisation maximale des ressources disponibles qui est compatible avec la stabilité des prix. Ce PIB potentiel augmente continuellement avec l'accumulation du capital, avec la croissance de la force de travail et avec le progrès technique. En revanche, le PIB observé n'augmente pas au même rythme. Quand la croissance observée dépasse la croissance potentielle, le niveau du PIB augmente par rapport à son niveau potentiel. Un "écart de production" positif apparaît une fois que le niveau du PIB observé dépasse le niveau du PIB potentiel. Cet écart entre le niveau du PIB observé et son niveau potentiel augmente aussi longtemps que la croissance observée reste supérieure à la croissance potentielle. L'écart de production atteint sa valeur positive maximale (et l'expansion atteint son pic) quand la croissance effective baisse jusqu'au taux de croissance potentiel. C'est le début d'une phase de récession du cycle, avec une croissance observée inférieure à la croissance potentielle. Pendant cette phase, le PIB augmente moins rapidement que son taux de croissance potentiel et l'écart de production diminue. Quand le PIB devient inférieur à son niveau potentiel, l'écart de production devient négatif. La récession atteint son creux quand la croissance effective remonte à son taux potentiel, stabilisant l'écart de production à sa valeur négative maximale. Dans l'expansion qui suit, la croissance dépasse à nouveau son taux potentiel et l'écart de production négatif se réduit pour ensuite devenir positif.

Par conséquent, les estimations de la production potentielle et de l'écart de production fournissent des renseignements sur les cycles économiques. Les pics correspondent aux valeurs maximales positives de l'écart de production et les creux aux valeurs maximales négatives, permettant ainsi de séparer les périodes d'expansion de celles dites de récession. Cependant, comme le cycle lui-même, la production potentielle et l'écart de production ne sont pas directement observables et doivent être estimés.

Cette contribution fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production publiées dans le rapport annuel 2002 de la BCL. En l'absence d'une méthode généralement acceptée pour estimer le PIB potentiel, plusieurs méthodes alternatives sont appliquées<sup>6</sup>. Le degré de divergence entre leurs résultats permet d'évaluer le degré d'incertitude et de compenser partiellement les points faibles des différentes approches qui peuvent être complémentaires à différents points dans le cycle économique. Les estimations de l'écart de production se fondent sur un échantillon prolongé jusqu'à 2005 grâce aux prévisions des variables macro-économiques publiées par l'OCDE en novembre 2003<sup>7</sup>. Cette démarche veut atténuer les effets d'un biais vers la fin de l'échantillon qui affecte plusieurs de ces méthodes et augmente l'incertitude autour des estimations pour les années les plus récentes. Celles-ci sont les observations les plus importantes pour la formulation et l'évaluation de la politique économique.

Des différences importantes existent entre les estimations de l'écart de production présentées ici et celles publiées il y a une année. Plusieurs explications pour ces différences coexistent. Premièrement, le PIB pour 2002 est actuellement une donnée observée et non plus une prévision. Deuxièmement, les nouvelles estimations de l'écart de production se fondent sur un échantillon comprenant une observation supplémentaire, l'année 2005, pour laquelle une prévision est disponible. Troisièmement, l'OCDE a révisé ses prévisions pour les années 2003-2004. Enfin, les données relatives au PIB des années 1985-2001 ont été légèrement révisées par le service de comptabilité nationale du STATEC.

Le tableau suivant présente dans la partie supérieure les différentes estimations de l'écart de production en pourcentage du PIB et, dans sa partie inférieure, les révisions par rapport aux estimations de l'écart de production publiées en 2003. La première colonne indique, dans la partie supérieure, le taux de croissance du PIB en volume et, dans la partie inférieure, les révisions par rapport aux chiffres officiels ou les prévisions disponibles il y a une année. Il convient de souligner que l'OCDE a suivi l'exemple de plusieurs organismes en baissant ses prévisions de la croissance pour le Luxembourg de 2,5% à 1,2% pour l'année 2003 et de 4,5% à 2,0% pour l'année 2004. Ceci a fortement influencé l'estimation de l'écart de production pour certaines méthodes. En particulier, si on suppose que la croissance du PIB potentiel suit une tendance linéaire, celle-ci a une valeur plus faible suite aux révisions des prévisions vers le bas. En effet, pour 2000 et 2001 l'écart de production estimé selon cette méthode est augmenté de plus de 2% et celui de 2002 de presque 3%. Ces révisions indiquent qu'au pic du cycle en 2000 l'écart de production était beaucoup plus positif que celui estimé avec les données disponibles il y a une année.

Une révision vers le haut de l'écart de production en 2000 est commune à toutes les méthodes (sauf le modèle à composantes inobservées de Harvey-Jaeger qui affiche une très faible révision vers le bas). Si l'écart de production était plus grand en 2000, cela veut dire que le taux de croissance du PIB de 9,1% observé cette année contenait une composante cyclique (ou non-soutenable) encore plus importante que celle identifiée dans les estimations de l'année dernière.

<sup>6</sup> Voir le cahier d'études n°4 de la BCL pour une explication des différentes méthodes.

<sup>7</sup> Pour chaque année entre 2003 et 2005, la croissance prévue par l'OCDE est presque au centre des intervalles publiés dans le bulletin BCL 2003/3. Les prévisions de l'OCDE sont retenues ici pour faciliter la comparaison avec les résultats publiés dans le rapport annuel BCL 2002.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 10 : ÉCART DE PRODUCTION ET RÉVISIONS PAR RAPPORT AUX ESTIMATIONS DE 2003**

	$\Delta$ (PIB)	Tendance linéaire	Hodrick-Prescott	Harvey-Jaeger	Kuttner	Apel-Jansson	Fonction / Production
<b>Estimations de l'écart de production</b>							
2000	8,8%	7,8%	7,1%	4,0%	3,2%	5,0%	6,4%
2001	1,2%	4,0%	4,0%	3,3%	3,0%	3,8%	2,8%
2002	1,3%	0,3%	1,3%	2,0%	1,9%	1,9%	0,2%
2003	1,2%	-3,5%	-1,3%	0,5%	0,2%	-1,0%	-1,7%
2004	2,0%	-6,5%	-2,8%	-0,5%	-1,4%	-3,8%	-2,3%
2005	2,8%	-8,7%	-3,6%	-1,3%	-2,4%	-5,3%	-1,8%
<b>Révisions par rapport aux estimations en 2003</b>							
2000	-0,1%	2,0%	0,8%	-0,2%	0,6%	1,8%	2,6%
2001	0,2%	2,3%	1,1%	0,0%	0,6%	1,5%	2,0%
2002	0,5%	2,8%	2,0%	0,7%	0,4%	-0,6%	1,5%
2003	-1,3%	1,6%	1,2%	1,1%	0,1%	-2,0%	1,9%
2004	-2,5%	-0,8%	0,5%	1,4%	-0,3%	-4,0%	1,0%

Source : STATEC, OCDE, calculs BCL

On constate que les révisions sont plus faibles pour la méthode de Kuttner, qui se fonde sur un modèle à composantes inobservées comme la méthode de Harvey-Jaeger mais qui intègre aussi l'inflation. En revanche, la méthode de Apel-Jansson, qui élargit cette approche pour tenir compte également de l'évolution du chômage, affiche de fortes révisions vers le bas en 2003 et 2004. Le contraste entre ces deux approches (méthodologiquement assez similaires) pourrait signifier que la méthode de Kuttner est plus robuste (et donc plus fiable) face aux révisions des données. La méthode de Apel-Jansson pourrait quant à elle se révéler plus informative dans le contexte actuel parce qu'elle a pu tenir compte de l'augmentation rapide et inattendue du chômage observée sur les derniers mois, information négligée par la méthode de Kuttner.

Selon les dernières estimations, l'écart de production est resté positif en 2001 et 2002 malgré le ralentissement brutal de la croissance. En 2003, après la troisième année de croissance faible, la plupart des méthodes estiment que le PIB est devenu inférieur à son niveau potentiel, ouvrant un écart de production négatif. Les deux méthodes qui signalent encore un écart positif le trouvent très près de zéro. Sur la base des prévisions de l'OCDE, toutes les méthodes anticipent un écart négatif pour l'année 2004.

Il faut souligner que pour chaque année entre 2001 et 2004 l'écart de production a diminué par rapport à sa valeur de l'année précédente. Ce résultat est commun à toutes les méthodes d'estimation utilisées. Il a comme implication que pour chacune de ces années le taux de croissance observé ou prévu est inférieur au taux potentiel correspondant. A l'inverse, le creux de la récession, et donc le début de la reprise, est atteint seulement quand l'écart de production se stabilise et entame un mouvement contraire, c'est-à-dire quand la croissance effective dépasse de nouveau son taux potentiel. En 2005 ceci est suggéré pour au moins une méthode (celle par la fonction de production) qui anticipe une réduction de l'écart de production cohérente avec une remontée du PIB vers son niveau potentiel. Selon cette approche, la croissance de 2,8% prévue pour 2005 pourrait déjà annoncer le début de la prochaine phase d'expansion, le taux de croissance étant de nouveau supérieur au taux de croissance potentiel. Selon les autres méthodes, en 2005 le taux de croissance potentiel sera plus important que la croissance prévue.

Cependant, il faut reconnaître le degré d'incertitude important qui entoure toute estimation de l'écart de production et de la croissance potentielle associée. Au Luxembourg cette incertitude est amplifiée par l'absence de données trimestrielles, ce qui oblige le recours à des données annuelles pour l'estimation, limitant ainsi les degrés de liberté et induisant un possible biais d'agrégation temporelle. De plus, le tableau illustre la taille importante des révisions par rapport aux estimations de l'année précédente. Celle-ci signifie que le point de retournement anticipé par chacune de ces méthodes pourrait facilement être avancé (ou retardé) d'une année suite à la publication de nouvelles prévisions ou tout simplement des données officielles quant au niveau du PIB en 2003.

En conclusion, sur la base des données disponibles et des prévisions de l'OCDE, en 2003 et en 2004 la production au Luxembourg diminue par rapport à son niveau potentiel. Toujours sur la base de ces prévisions, la plupart des méthodes considérées ne peuvent pas encore identifier le creux de la récession. Une seule signale que la reprise pourra se concrétiser au Luxembourg en 2005 ; selon les autres méthodes le début de la reprise est reporté pour plus tard.

## 1.2.4 La croissance économique

Les comptes nationaux n'ayant pas encore été publiés par le STATEC pour l'année 2003, il est difficile de dresser un bilan pour l'année passée. Selon les projections de la BCL de décembre 2003, il est pourtant vraisemblable qu'en moyenne annuelle, la croissance économique en 2003 n'a été guère différente de celle des deux années précédentes. Le Luxembourg a probablement connu une troisième année consécutive de très faible croissance et 2003 n'aura sans doute été qu'une année de transition vers une année de croissance plus soutenue.

Néanmoins des signes tangibles d'une accélération de l'activité économique sont apparus à partir du troisième trimestre 2003. Ainsi, au niveau international, la situation conjoncturelle s'est rétablie graduellement. Parallèlement, on a pu relever une reprise des échanges internationaux dans les statistiques du commerce extérieur. Selon les projections à court terme de la Commission européenne, la dynamique observée au second semestre de l'année 2003 dans la zone euro se serait poursuivie aux deux premiers trimestres de l'année 2004 (voir partie sur la zone euro). Ces projections se fondent entre autres sur une amélioration continue de la confiance des chefs d'entreprises telle qu'exprimée dans les enquêtes de conjoncture harmonisées depuis juillet 2003.

Le début d'embellie conjoncturelle a aussi touché le Luxembourg. Alors que la production industrielle affichait déjà des bons résultats au troisième trimestre 2003, il a pourtant fallu attendre février 2004 pour recenser une amélioration notable de l'indicateur de confiance des chefs d'entreprises. Dans le secteur financier, les banques ont su profiter au deuxième semestre 2003 d'un abaissement de l'incertitude et d'une envolée des marchés financiers pour améliorer leurs résultats. Ainsi, nos indicateurs statistiques sont en ligne avec le scénario tel qu'exprimé dans nos projections de décembre 2003 qui tablaient sur une accélération continue de la croissance du PIB en 2004.

Dans nos projections de décembre 2003, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar avait été identifiée comme un risque susceptible d'entraver le dynamisme de croissance de la zone euro et du Luxembourg. Entre-temps, le taux de change est passé de 1,17\$/€ en fin novembre 2003 à 1,24\$/€ le 26 février 2004. Cette évolution, qui ne corrige que partiellement une phase de sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar, n'a à ce stade guère affecté les entreprises de la zone euro, et plus particulièrement la confiance des chefs d'entreprises.

En effet, il est vraisemblable que l'impact de l'évolution adverse du taux de change se trouve contrebalancé par les retombées positives de la reprise parallèle du commerce international qui constitue la pierre angulaire dans les projections d'une accélération de la croissance économique. Cependant, l'évolution du taux de change risque d'avoir un impact sur les prix à l'exportation, et de ce fait aussi sur la marge de profit. Toutefois, les conséquences négatives pour le Luxembourg devraient rester relativement limitées en comparaison avec d'autres pays de la zone euro. Ceci est lié à plusieurs facteurs. Premièrement, la part du commerce extérieur du Luxembourg avec les autres pays de la zone euro est particulièrement importante (75%). Deuxièmement, au Luxembourg la proportion des services dans les exportations totales (deux tiers) est plus importante que celle de la plupart des autres pays. Il est généralement reconnu que la détérioration de la compétitivité-prix liée à l'appréciation de l'euro a moins d'incidences sur les exportations de services que sur les exportations de biens industriels. Certains facteurs, comme un cadre institutionnel favorable ou encore une politique de niche réussie, permettent de protéger partiellement les exportations de services contre les évolutions adverses des taux de change.

**TABLEAU 11 : DEVISE DE PAIEMENT UTILISÉE DANS LE COMMERCE HORS ZONE EURO DU LUXEMBOURG EN 2002 (EN POURCENTAGE)**

	Biens			Services		
	Euro	Dollar	Autres	Euro	Dollar	Autres
Exportations	51,6	31,2	17,2	48,3	37,2	14,5
Importations	35,3	41,6	23,1	38,1	36,7	25,2

Source : BCL, STATEC

**TABLEAU 12 : VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DU COMMERCE DU LUXEMBOURG (EN POURCENTAGE)**

	Exportations		Importations	
	Zone euro	Hors zone euro	Zone euro	Hors zone euro
<b>Biens</b>				
2001	74	26	83	17
2002	75	25	85	15
2003	76	24	87	13
<b>Services</b>				
2001	59	41	55	45
2002	62	38	60	40
2003	61	39	62	38

Source : STATEC

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Rappelons également qu'une phase d'appréciation de la monnaie n'entraîne pas nécessairement un ralentissement conjoncturel. Lors des années 1985-1988, période d'appréciation des monnaies européennes par rapport au dollar à la suite des accords du Plaza, les économies de la zone euro, y inclus le Luxembourg, ont connu une conjoncture florissante sur fond d'une forte demande domestique.

Cette époque s'est caractérisée certes également par une évolution très favorable du prix du pétrole, mais les effets bénéfiques d'une amélioration des termes de l'échange ont constitué un facteur de soutien au revenu disponible des agents économiques de la zone euro. Par conséquent, le scénario d'une croissance plus rigoureuse pour l'année courante et a fortiori pour 2005 reste d'actualité, tout comme la conclusion que cette croissance ne renouera pas avec les taux très élevés connus avant 2001.

### Concentration et variations sectorielles de l'économie luxembourgeoise de 1985 à 2002

Une économie ouverte aura, selon la théorie classique du commerce international, tendance à se spécialiser dans les secteurs dans lesquels elle dispose d'un avantage "comparatif" par rapport à ses partenaires commerciaux. Le commerce entre pays sera alors de nature "inter-industriel". Cette spécialisation de la structure de production mènerait à l'utilisation optimale des ressources disponibles ainsi qu'à la maximisation de la production et du revenu de l'ensemble des économies participantes aux échanges commerciaux.

Pourtant, des théories plus récentes reconnaissent que la grande partie du commerce international est de nature "intra-industriel", parce que la différenciation des produits, la préférence des consommateurs pour la diversité, ainsi que les économies d'échelle conduisent, dans les économies développées surtout, à une homogénéisation relative des structures de production.

Indépendamment de la question de savoir si une très forte spécialisation d'une économie dans un nombre restreint de secteurs est bénéfique ou non il est évident que dans le cas d'une crise dans un des secteurs de l'économie, les conséquences - au moins à court terme - seraient d'autant plus graves que le secteur jouerait un rôle dominant dans l'économie. Aussi, plus un espace économique est restreint, plus la probabilité est grande - toute autre chose étant égale par ailleurs - que le poids relatif des différents secteurs soit très inégal et qu'un ou plusieurs secteurs assument un rôle dominant, augmentant ainsi la vulnérabilité de l'économie à des variations cycliques ainsi qu'à des chocs spécifiques. C'est dans ce contexte, que les gouvernements luxembourgeois successifs ont entamé et poursuivi leur politique dite de "diversification", c'est-à-dire non pas de freiner la croissance du ou des secteur(s) qui se développe(ent) remarquablement bien, mais de favoriser la progression d'autres secteurs afin d'éviter que l'économie ne se transforme en une structure monolithique.

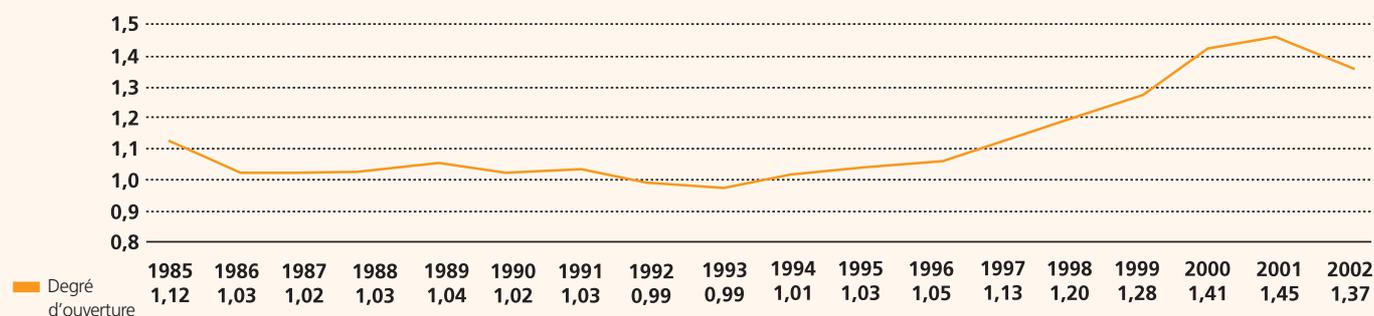
Le présent encadré vise d'une part à analyser l'évolution de l'importance relative des différents secteurs, de voir si l'économie luxembourgeoise est devenue, depuis l'année 1985<sup>8</sup>, plus ou moins diversifiée et avec quelle vitesse le changement structurel s'est produit. Si le déclin de l'industrie sidérurgique dans les années 70 a rendu nécessaire de forts ajustements au sein de l'économie nationale, c'est le secteur financier qui a pris la relève et dont le rôle important soulève des questions, et ceci malgré -voire même à cause- des effets bénéfiques de ce secteur pour l'économie.

### Degré d'ouverture

Depuis le milieu des années 1980, l'économie luxembourgeoise est beaucoup plus orientée vers son environnement international et vers la production de biens et services à l'exportation. La période de 1985 à nos jours peut être divisée en deux parties. La première période qui s'étale de 1985 jusqu'en 1993 est caractérisée par un degré d'ouverture de l'économie certes déjà élevé, mais plutôt stable voire même légèrement en recul. Ce n'est qu'après 1993 que l'ensemble des exportations et importations a enregistré une progression annuelle plus rapide que celle du PIB. La première baisse en comparaison annuelle n'apparaît qu'en 2002.

<sup>8</sup> C'est la première année pour laquelle le Luxembourg dispose de données de comptabilité nationale compilées selon la méthodologie SEC95.

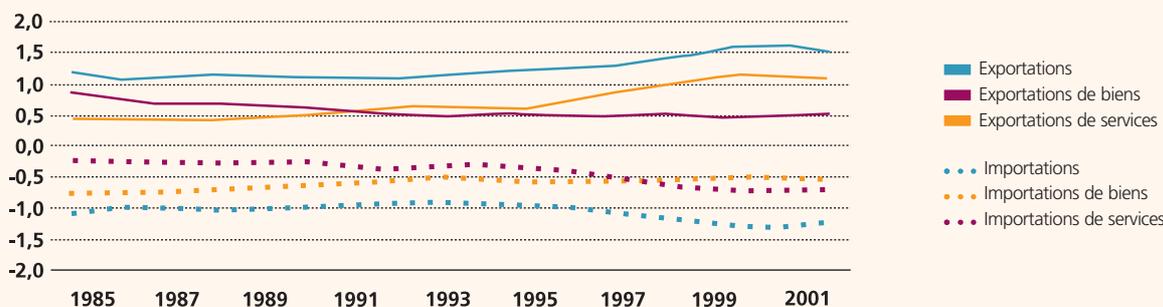
GRAPHIQUE 20 : ÉVOLUTION DU DEGRÉ D'OUVERTURE<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Mesuré par la moyenne de la somme des exportations et des importations des biens et services, divisée par le niveau du PIB (toutes les variables sont à prix courants).

Source : STATEC

GRAPHIQUE 21 : POIDS RELATIF DANS LE PIB NOMINAL DES EXPORTATIONS ET DES IMPORTATIONS



Source : STATEC

Lorsque l'on décompose les importations et les exportations selon les catégories "biens" et "services", on observe une spécialisation croissante de l'économie dans le secteur desservices. De ce fait, le poids relatif des exportations de services dans le PIB a continuellement augmenté pour finalement dépasser celui des biens exportés à partir de 1992. De leur côté, les exportations de biens ont perdu en importance relative entre 1985 et 1993, année à partir de laquelle on est en présence d'une quasi-stagnation de leur poids dans le PIB. De manière analogue, l'économie a eu de plus en plus recours, relativement au PIB, à des importations de biens pour satisfaire une grande partie de ses besoins de consommation, de production et d'investissement au cours de la période sous revue. Ce n'est qu'à partir de 1999 que les importations de services sont devenues plus importantes, ce qui pourrait être lié directement aux (ré)exportations de services (financiers).

### Degré de concentration sectorielle

L'indice de Herfindhal permet de mesurer la concentration "totale" d'une économie au fil du temps, c'est-à-dire en tenant compte non seulement d'un nombre limité de secteurs les plus importants (voir plus bas), mais en incorporant également dans l'analyse les secteurs de taille plus modeste afin de révéler une image de la concentration de l'économie totale.

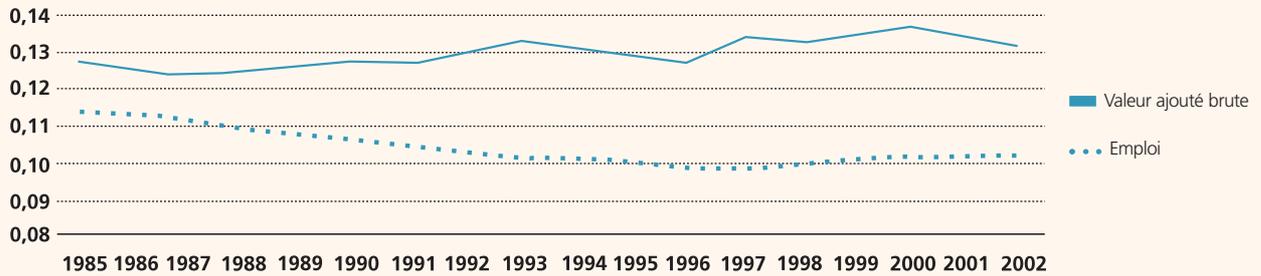
L'indice se calcule de la manière suivante : 
$$I_H = \sum_{i=1}^N a_i^2$$
 Où  $a_i$  = part du secteur  $i$  dans la valeur ajoutée brute réelle totale  
N = nombre de secteurs  $i$  qui constituent l'économie totale

Pour un nombre total de secteurs  $N=15$ ,  
l'indice peut prendre les valeurs suivantes :  $\frac{1}{N} \leq I_H \leq 1$ , donc  $\frac{1}{15} \leq I_H \leq 1$  ou encore  $0,066667 \leq I_H \leq 1$

Dans le cas où une branche domine la structure de production, l'indice tend vers l'unité. Moins la structure est spécialisée dans certaines branches plus l'indice tend vers  $1/N$ .

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 22 : L'INDICE DE HERFINDAHL DE LA CONCENTRATION SECTORIELLE

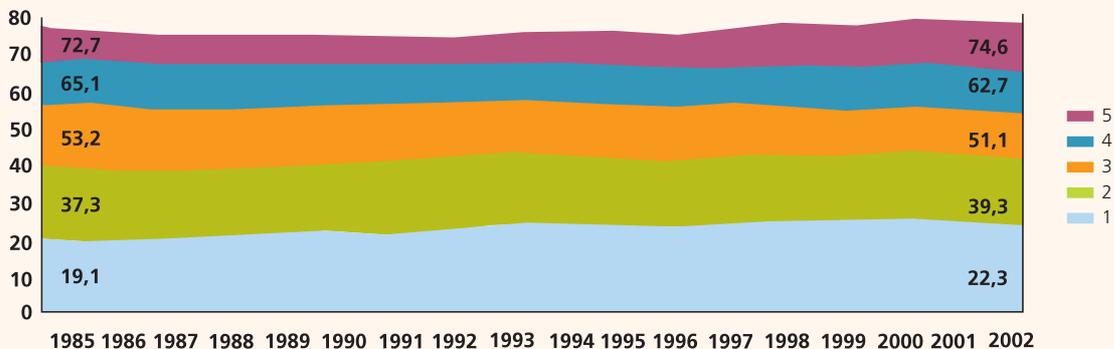


Source : STATEC, calculs BCL

L'indice de Herfindahl affiche des résultats divergents pour la valeur ajoutée et l'emploi. Tandis que depuis 1987, la valeur ajoutée a suivi le chemin d'une augmentation continue et modérée jusqu'en 2000 environ, l'emploi est, quant à lui, parti d'un niveau de concentration sectorielle quelque peu inférieur et s'est diversifié graduellement jusqu'en 1997. Depuis lors, le degré de concentration est demeuré quasi stable. Globalement, vu la valeur maximale que peut prendre l'indicateur, la concentration ne semble pas particulièrement élevée ni pour la valeur ajoutée, ni pour l'emploi.

L'évolution du degré de concentration de l'économie peut encore être mesurée à l'aide d'un simple ratio de concentration avec différentes valeurs pour le nombre  $m$  des secteurs les plus larges pris en compte. Pour chaque année, le ratio de concentration additionne la part relative, dans la valeur ajoutée totale, des  $m$  secteurs les plus grands, en ordre décroissant. Ceci permet d'exclure un nombre quelconque des secteurs (les  $N-m$  plus petits) de l'analyse.

GRAPHIQUE 23 : RATIO DE CONCENTRATION (POUR M DE 1 À 5)



Source : STATEC, calculs BCL

L'évolution a été telle que pour les valeurs de  $m$  égales à 1 et 2 (Intermédiation financière et Services immobiliers, de location et services principalement fournis aux entreprises, en ordre décroissant), le ratio de concentration a légèrement progressé entre 1985 et 2002, ce qui est entièrement imputable au secteur de l'intermédiation financière, puisque la valeur ajoutée du deuxième secteur augmente moins rapidement que la valeur ajoutée totale au cours de la période sous revue. Pour des valeurs de  $m$  situées entre 3 et 4, la concentration de l'économie a même légèrement diminué au fil du temps. Alors que selon cette mesure pas grand chose semble avoir changé du point de vue du degré de concentration sectorielle et du poids cumulé des secteurs les plus importants, l'ordre des secteurs a pourtant subi des modifications. Le secteur "gagnant" des 18 années observées est celui des "Transports et télécommunications". Il devient le quatrième secteur de l'économie en 1993, et se substituant à l'administration publique avant de gagner encore deux positions en 2002, dépassant à la fois le secteur manufacturier et le commerce en gros et de détail.

**TABLEAU 13 : TAUX DE CROISSANCE ANNUELS MOYENS DE LA VALEUR AJOUTÉE BRUTE À PRIX CONSTANTS**

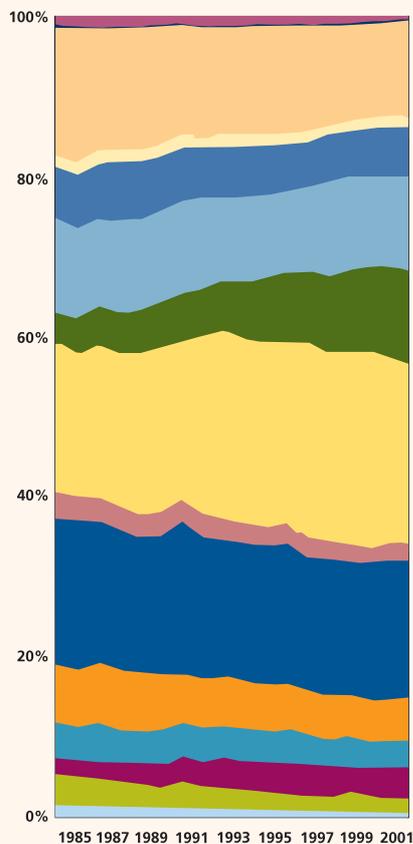
	1985-1990	1990-1995	1995-2002	1985-2002
Agriculture, chasse et sylviculture ; pêche et aquaculture	0,2	5,5	-3,9	0,0
Produits d'extraction	11,7	2,8	4,1	5,9
Produits manufacturés	6,4	2,8	2,8	3,9
Électricité, gaz et eau	6,8	4,4	5,1	5,4
Construction	8,3	2,9	4,5	5,1
Ventes ; réparations automobiles et d'articles domestiques	7,4	2,6	6,4	5,5
Services d'hôtellerie et de restauration	4,2	0,5	2,1	2,2
Transports et communications	15,8	13,8	10,8	13,1
Services financiers	9,7	7,0	4,3	6,7
Services immobiliers, de location et aux entreprises	7,1	4,5	4,5	5,3
Services d'administration publique	5,5	1,8	3,2	3,5
Éducation	7,6	3,1	4,0	4,8
Services de santé et d'action sociale	17,7	9,3	5,6	10,1
Services collectifs, sociaux et personnels	-0,6	1,7	-0,2	0,2
Services domestiques	0,3	2,2	3,3	2,1
<b>Total Branches</b>	<b>7,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>
<b>Total Branches si les SIFIM restent inclus</b>	<b>7,7</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>

Source : STATEC

Parmi les 15 secteurs observés, seuls quatre ont eu une performance au-dessus de la moyenne de l'économie totale. Il peut sembler remarquable que les services financiers ne soient que troisième en termes de croissance, puisque ce secteur est communément perçu comme étant un "moteur" majeur de l'économie, mais ceci s'explique par plusieurs facteurs. Premièrement, le secteur des services de la santé et d'action sociale est moins dépendant des lois du marché et dépend dans une plus grande partie de la structure démographique et des décisions politiques. Deuxièmement, le succès du secteur des transports et de la communication doit être interprété en tenant compte que dans un petit pays, un nombre restreint d'entreprises peut faire la différence pour un secteur entier. Dans ce cas-ci, la Société Européenne des Satellites SES ainsi que Cargolux auront significativement influencé ce secteur. De plus, ce dernier secteur a bénéficié des quantités croissantes de carburants vendus à des non-résidents (des frontaliers comme des professionnels de la route). Finalement, ce sont les produits d'extraction qui ont très légèrement dépassé la performance moyenne de l'économie. Ceci est dû exclusivement à la première sous-période sous revue (de 1985 à 1990). Ainsi, les secteurs qui ont de loin dépassé la performance des autres se révèlent faire partie du secteur tertiaire, témoignant ainsi de l'importance toujours croissante du secteur des services, telle qu'elle est reflétée dans le graphique 24.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 24 : POIDS RELATIF DE LA VALEUR AJOUTÉE SELON LES SECTEURS



	1985	2002
Agriculture, chasse et sylviculture ; pêche et aquaculture	1,4	0,6
Produits d'extraction	0,1	0,1
Produits manufacturés	15,9	11,8
Électricité, gaz et eau	1,5	1,4
Construction	6,7	6,1
Ventes ; réparations automobiles et d'articles domestiques	11,9	11,6
Services d'hôtellerie et de restauration	3,6	2,0
Transports et communications	3,8	11,9
Services financiers	19,1	22,3
Services immobiliers, de location et aux entreprises	18,2	17,0
Services d'administration publique	7,6	5,3
Éducation	4,3	3,7
Services de santé et d'action sociale	2,0	3,9
Services collectifs, sociaux et personnels	4,9	2,0
Services domestiques	0,7	0,4
<b>Total (SIFIM inclus)*</b>	<b>101,8</b>	<b>100,2</b>

Source : STATEC, BCL

\* aux arrondis près

Source : STATEC, calculs BCL

Par conséquent, si des mesures usuelles telles que l'indice de Herfindahl ou encore le ratio de concentration n'affichent pas un mouvement vers une forte concentration, elles cachent néanmoins le fait que l'économie s'est davantage orientée vers les services marchands.

## Vitesse des variations sectorielles

Un outil communément utilisé pour mesurer respectivement l'importance et la vitesse des changements sectoriels au fil du temps est l'indicateur dit de Lilien.

Afin d'évaluer ces variations, l'indicateur mesure d'abord la différence entre la croissance d'un secteur individuel et celle de la valeur ajoutée totale pour ensuite pondérer cette différence avec la part relative de chacun des secteurs dans la valeur ajoutée totale. Afin d'éviter que la sommation de différences positives et négatives ne falsifie à la baisse (et tende concrètement vers zéro) la mesure du changement structurel, on prend le carré des différences. Après la sommation des résultats sectoriels, la racine carrée est prise afin de contrebalancer le fait d'avoir initialement calculé le carré de la différence entre les taux de croissance des secteurs.

Ainsi, l'indicateur de Lilien correspond à :

$$I_L = \left[ \sum_{i=1}^N \frac{L_i}{L} \left( \frac{\Delta L_i}{L_i} - \frac{\Delta L}{L} \right)^2 \right]^{0,5}$$

où L = valeur ajoutée brute réelle totale

$L_i$  = valeur ajoutée brute réelle dans le secteur i

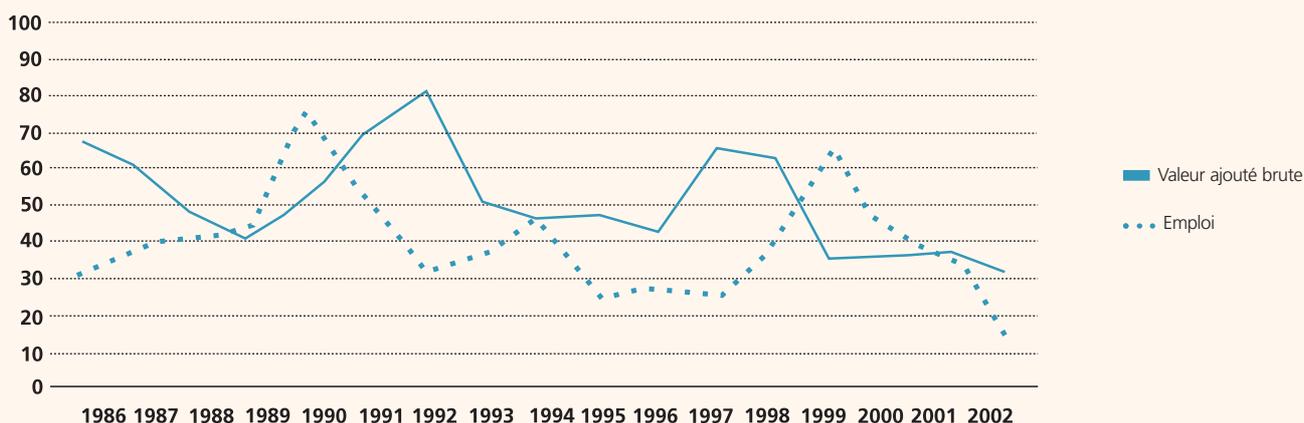
$\Delta L$  = variation de la valeur ajoutée entre deux années

N = nombre de secteurs utilisés dans le calcul

L'indicateur de Lilien prend des valeurs élevées dans des périodes de turbulence sectorielle, quand la structure de l'économie est en transformation. En revanche, quand la structure est relativement stable, toutes les branches auront un taux de croissance près du taux de croissance moyen et l'indicateur de Lilien prend des valeurs faibles.

En subdivisant l'économie en 15 secteurs différents, l'analyse donne les résultats suivants :

**GRAPHIQUE 25 : INDICATEUR "LILIEN" DE LA TURBULENCE SECTORIELLE EN VALEURS ANNUELLES**



Source : STATEC, calculs BCL

**TABLEAU 14 : INDICATEUR "LILIEN" DE LA TURBULENCE SECTORIELLE (CALCULÉ POUR LES ANNÉES DE DÉBUT ET DE FIN DE PÉRIODE)**

	1985-1990	1990-1995	1995-2002	1985-2002
Valeur ajoutée brute	229,1	196,8	231,4	1 290,3
Emploi	221,3	191,3	307,2	1 037,4

Source : STATEC, calculs BCL

On observe que le changement structurel a été plus fort pendant la seconde moitié des années 80 que de 1990 à 1995. Ceci vaut pour la ré-allocation sectorielle de la valeur ajoutée comme pour celle de l'emploi. En ce qui concerne les sept dernières années sous revue, les modifications qu'ont subi les poids relatifs des différents secteurs ont été relativement plus fortes dans le domaine de l'emploi. Sur les 17 années, on note une variation relativement plus forte des poids relatifs sectoriels de la valeur ajoutée par rapport à celle de l'emploi.

#### Impact des variations sectorielles sur la productivité agrégée : analyse shift-

Des variations du poids relatif des différents secteurs ne vont pas rester sans influence sur l'évolution de la productivité agrégée du travail, sauf dans le cas théorique et extrêmement improbable d'une évolution identique de la productivité au sein de ces différents secteurs. Ainsi, on peut interpréter l'évolution de la productivité comme la résultante de deux évolutions séparées : d'une part, les variations de la productivité à l'intérieur des différents secteurs influent sur la productivité agrégée (effet "intra"). D'autre part, la ré-allocation du facteur de production "travail" d'un secteur à l'autre, va également affecter le niveau et donc la croissance de la productivité au niveau de l'économie totale sans que de "vrais" progrès de productivité aient été réalisés pour un secteur donné (effet "shift"). Des hausses globales de la productivité peuvent donc être décomposées à l'aide de la formule suivante :

$$\frac{\Delta P}{P} = \sum_{i=1}^N \left[ \frac{\bar{S}_i \Delta P_i}{P_i} + \frac{\bar{P}_i \Delta S_i}{P_i} \right]$$

où  $P_i$  est la productivité du travail dans le secteur  $i$   
 $S_i$  est le poids relatif de l'emploi du secteur  $i$  dans l'emploi total  
et  $S$  et  $P$  représentent les valeurs moyennes de 2 années.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La désagrégation de l'évolution de la productivité en ses composantes *intra* et *shift* produit les résultats suivants.

**TABLEAU 15 : VARIATION DE LA PRODUCTIVITÉ ET DE SES COMPOSANTES DE 1985 À 2002 (MOYENNES ANNUELLES)**

	Productivité	Effet <i>intra</i>	Effet <i>shift</i>
Économie totale	2,2	1,0	1,2
Manufacture	4,3	4,3	0,0
Services collectifs et services marchands	1,4	0,2	1,2

Source : STATEC, calculs BCL

Entre 1985 et 2002, il s'avère qu'un peu plus de la moitié de la croissance en moyenne annuelle de la productivité (2,2%) est le résultat d'une ré-allocation du travail entre secteurs : l'emploi a de plus en plus été attiré par des secteurs à niveau de productivité élevé. De l'autre côté, la productivité ne progresse que relativement peu (1,0% en moyenne annuelle) à la suite d'une amélioration à l'intérieur des différents secteurs (progrès technique, variation du rapport stock de capital/nombre de salariés, meilleure formation des employés etc.).

L'image est très hétérogène lorsque l'on analyse séparément le secteur manufacturier et les services collectifs et marchands : Dans la branche manufacturière et dans les différentes sous-branches, la totalité de l'amélioration de la productivité provient de l'effet *intra*, tandis que l'effet *shift* est négligeable. En revanche, dans les services collectifs et marchands, non seulement la progression moyenne de la productivité du travail est assez faible, mais en plus elle provient surtout du changement structurel à l'intérieur du secteur.

### Conclusion

L'analyse a porté sur le changement structurel de l'économie luxembourgeoise, un sujet qui mérite approfondissement et pour lequel d'autres travaux sont prévus. A part des évolutions bien connues - dépendance croissante de l'environnement international, spécialisation dans les services - on a vu que le processus de spécialisation sectorielle n'a pas mené à une concentration de la production beaucoup plus forte comparée à celle du début de la période sous revue. Pour l'emploi, on a même noté un mouvement vers une plus grande diversification selon les secteurs. Du côté de la valeur ajoutée, les quatre secteurs les plus importants pris ensemble représentent une partie moins importante de l'économie totale en 2002 qu'en 1985. En même temps, la vitesse de la variation sectorielle a, en moyenne, été plus forte pour la valeur ajoutée que pour l'emploi, ceci à l'exception des sept dernières années sous revue. L'analyse a également montré que les variations sectorielles ont engendré une grande partie de la croissance agrégée de la productivité du travail. En ce qui concerne plus spécifiquement les services marchands, la productivité ajustée pour les variations sectorielles a presque stagné d'une année à l'autre pendant la période sous revue.

### 1.2.5 Le secteur financier

#### L'enquête sur le crédit bancaire

L'enquête trimestrielle sur le crédit bancaire au Luxembourg 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. Cette enquête se présente sous forme d'un questionnaire relatif aux crédits consentis aux ménages et aux sociétés non financières.

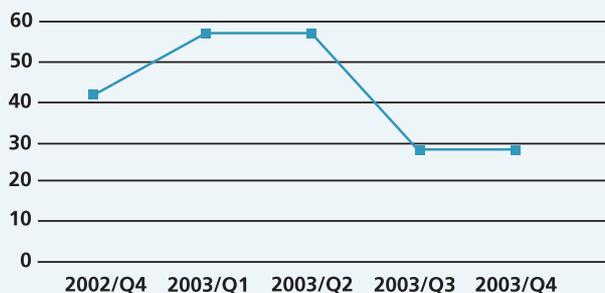
Ce questionnaire est envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de banques (7 banques) représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Ce questionnaire est composé d'une série de questions de nature qualitative portant à la fois sur la demande et sur l'offre de crédits. Certaines questions sont de nature rétrospective et d'autres de nature prospective. L'enquête est divisée en deux parties, l'une concernant les crédits aux entreprises et l'autre concernant les crédits aux ménages.

#### Crédits accordés aux entreprises

Les résultats de l'enquête font apparaître un durcissement des critères d'octroi des crédits aux entreprises tout au long de l'année 2003. Cependant, pendant les deux dernières enquêtes, le pourcentage net de banques rapportant un durcissement de leurs critères d'octroi a fléchi. Ainsi, après avoir atteint le niveau de 57% au premier semestre, le pourcentage net de banques rapportant un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises a reculé pour s'établir à 29% au deuxième semestre 2003. En ce qui concerne les anticipations pour le premier trimestre 2004, en net 43% des banques interrogées prévoient un durcissement futur de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises.

**GRAPHIQUE 26 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX ENTREPRISES : ÉVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI**

(% net des banques rapportant un durcissement)



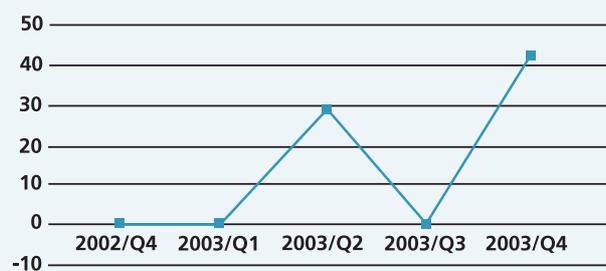
Source : BCL

Selon les réponses des banques interrogées, le durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises tient principalement aux perceptions accrues de risques (principalement prévisions concernant l'activité économique générale et les perspectives spécifiques du secteur ou de l'entreprise concernée) ainsi qu'aux coûts liés aux fonds propres des banques. Ce durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises s'est traduit par l'élargissement des marges sur les prêts ainsi que par d'autres modalités comme la durée, les clauses des contrats, le montant du crédit accordé et les demandes de garanties.

En ce qui concerne la perception par les banques de la demande globale de crédits émanant des entreprises, celle-ci débouchait en une demande stationnaire en début d'année. Elle a ensuite augmenté au deuxième trimestre et est revenue à sa position stationnaire au troisième trimestre. Finalement, la demande a nettement augmenté en fin d'année : au quatrième trimestre un net de 43% des banques interrogées ont rapporté une hausse de la demande de crédits. En ce qui concerne les anticipations futures, en net 14% des banques interrogées prévoient une hausse de la demande émanant des entreprises pour le premier trimestre 2004.

**GRAPHIQUE 27 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX ENTREPRISES : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE**

(% net des banques rapportant une hausse)



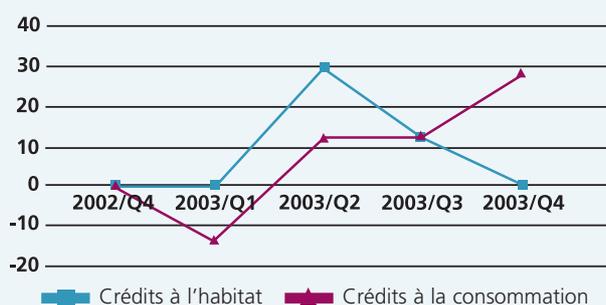
Source : BCL

En ce qui concerne les facteurs sous-jacents à cette demande accrue enregistrée au deuxième ainsi qu'au quatrième trimestre 2003, les banques ont principalement rapporté une hausse des besoins de financement pour investissements en capital fixe, pour la gestion de stocks et de fonds de roulement ainsi que pour des raisons de restructuration de dettes.

Crédits accordés aux ménages

**GRAPHIQUE 28 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX MÉNAGES : ÉVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI**

(% net des banques rapportant un durcissement)



Source : BCL

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Concernant les crédits à l'habitat, les résultats des enquêtes ont fait apparaître, en moyenne, des critères d'octroi inchangés en début de l'année. Ensuite, au deuxième trimestre, 29% des interrogés ont rapporté un durcissement des critères d'octroi pour ensuite revenir à leur position neutre au dernier trimestre 2003. En ce qui concerne les anticipations futures, en net 14% des banques interrogées prévoient pour le premier trimestre 2004 un durcissement de leurs critères d'octroi pour crédits à l'habitat.

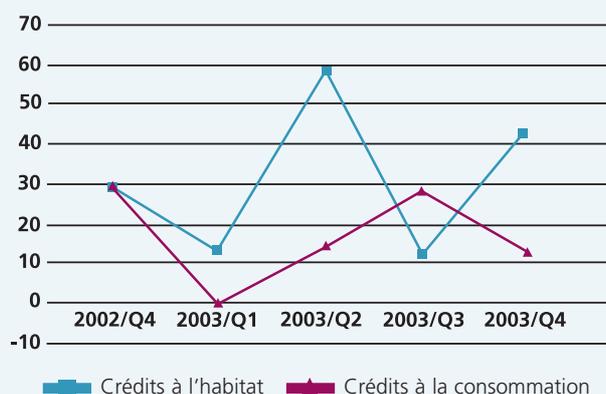
Le durcissement des conditions d'octroi de crédits à l'habitat aux ménages, observé au deuxième et troisième trimestre, s'est inscrit dans un climat moins optimiste concernant les prévisions pour l'activité économique générale et les perspectives du marché du logement. Ce durcissement s'est traduit par l'élargissement des marges sur les prêts les plus risqués ainsi que par d'autres modalités comme la durée, les clauses des contrats, la quotité d'emprunt<sup>9</sup> et les demandes de garanties.

En ce qui concerne les critères d'octroi des crédits à la consommation, les banques ont rapporté un assouplissement de ceux-ci au premier trimestre 2003, mais un durcissement au cours des trimestres suivants. Au dernier trimestre 2003, 29% des banques interrogées ont rapporté un durcissement des critères d'attribution. En ce qui concerne leurs anticipations futures, 14% des banques interrogées prévoient un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits à la consommation aux ménages.

Selon les banques, un assouplissement des critères d'octroi pour crédits à la consommation aux ménages en début d'année était motivé par des considérations de concurrence. Ensuite, les doutes autour des prévisions concernant l'activité économique générale, de la capacité de remboursement des emprunteurs ainsi que des risques relatifs aux garanties requises les ont amenées à durcir leurs critères d'octroi. Ce durcissement s'est traduit par des demandes de garanties accrues.

**GRAPHIQUE 29 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX MÉNAGES : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE**

(% net des banques rapportant une hausse)



Source : BCL

Les banques interrogées ont rapporté une demande accrue pour les crédits à l'habitat tout au long de l'année, en raison de la confiance des consommateurs et des perspectives sur le marché du logement. Les résultats des enquêtes montrent également une demande accrue pour les crédits à la consommation à partir du deuxième trimestre 2003 qui reflète tant la confiance accrue des consommateurs et des dépenses de consommation de biens durables en hausse.

En ce qui concerne les anticipations, les banques interrogées prévoient une demande inchangée émanant des ménages pour le premier trimestre 2004 tant pour les crédits à l'habitat qu'à la consommation.

<sup>9</sup> Il s'agit du rapport entre le montant emprunté et la valeur de la garantie sous-jacente, estimée ou appréciée à sa valeur de marché, généralement pris en compte pour les crédits de financement de biens immobiliers.

### Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises

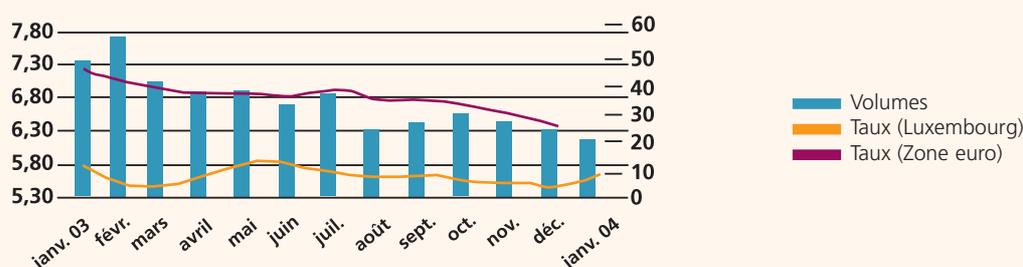
Les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats des agents non-financiers ont globalement diminué entre janvier 2003 et janvier 2004. Après avoir tardé à se faire ressentir, les effets des deux assouplissements monétaires survenus en mars et en juin 2003 sont à présent intégrés dans le niveau général des taux d'intérêt.

Les taux portant sur les crédits à la consommation dont la durée de fixation du taux d'intérêt est comprise entre 1 et 5 ans, ont affiché une nette progression de 23 points de base entre décembre 2003 (5,46%) et janvier 2004 (5,69%). Parmi les phénomènes à l'origine de cette hausse, notons que le segment 1-5 ans pour la fixation du taux reflète en grande partie les anticipations des banques en matière de politique monétaire. Notons également que seule une faible partie des banques luxembourgeoises a ouvert des contrats de façon régulière sur ce segment au cours de l'année 2003 et au début 2004.

Ce changement de tendance entre décembre 2003 et janvier 2004 entame en grande partie la baisse de 13 points de base observée sur ces taux depuis janvier 2003. Les taux sur les crédits à la consommation s'établissaient alors à 5,82%. Cette diminution s'accompagne également d'une baisse régulière des volumes.

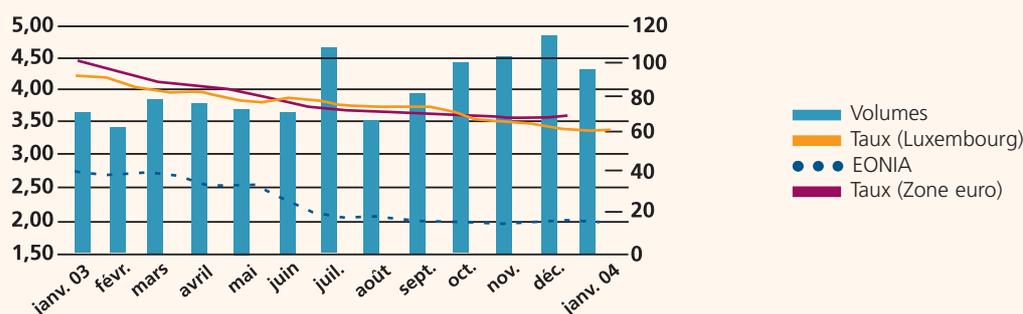
Le niveau des taux variables sur les crédits immobiliers s'est stabilisé entre décembre 2003 (3,40%) et janvier 2004 (3,39%). Sur 12 mois, depuis janvier 2003, le coût du crédit immobilier a diminué de 86 points de base, dans le sillage de l'évolution des taux du marché monétaire.

**GRAPHIQUE 30 : ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT (ÉCHELLE DE GAUCHE) ET DES VOLUMES (ÉCHELLE DE DROITE, EN MILLIONS D'EUROS) SUR LES NOUVEAUX CONTRATS DE CRÉDITS À LA CONSOMMATION DEPUIS JANVIER 2003**



Source : BCL/BCE

**GRAPHIQUE 31 : ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT (ÉCHELLE DE GAUCHE) ET DES VOLUMES (ÉCHELLE DE DROITE, EN MILLIONS D'EUROS) SUR LES NOUVEAUX CONTRATS DE CRÉDITS IMMOBILIERS DEPUIS JANVIER 2003**

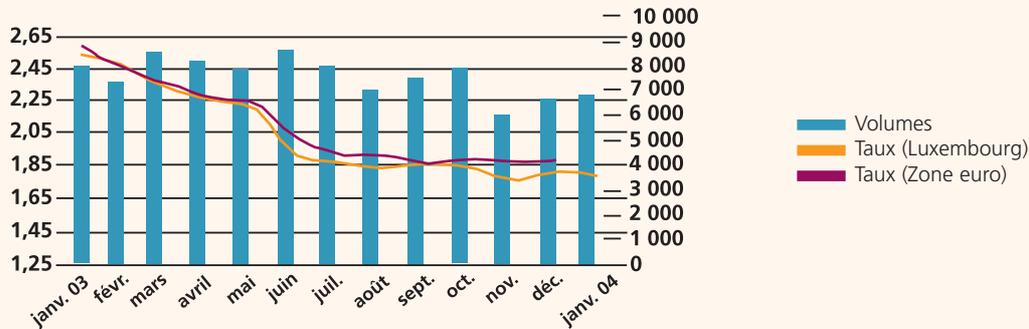


Source : BCL/BCE

Au 31 janvier 2004, les dépôts à terme des ménages dont l'échéance est inférieure à un an étaient rémunérés 1,78%. Ceci correspond à une baisse de 74 points de base par rapport au 31 janvier 2003.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 32 : ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT (ÉCHELLE DE GAUCHE) ET DES VOLUMES (ÉCHELLE DE DROITE, EN MILLIONS D'EUROS) SUR LES NOUVEAUX CONTRATS DE DÉPÔTS À TERME DES MÉNAGES DEPUIS JANVIER 2003**



Source : BCL/BCE

Les taux variables sur les crédits aux sociétés non-financières, atteignent 3,42% pour la tranche inférieure à un million d'euros, et 3,10% pour la tranche supérieure à un million d'euros. Ces crédits ont connu une diminution de leur coût de respectivement 74 et 39 points de bases depuis janvier 2003, ce qui va dans le sens de l'évolution des taux de marché à long terme.

Bien qu'en progression de 9 points de base entre décembre 2003 (1,96%) et janvier 2004 (2,05%), la rémunération des dépôts à terme des sociétés non-financières a perdu 69 points de base sur 12 mois.

Notons enfin que, suivant le type de crédits ou de dépôts, des effets statistiques peuvent provoquer une assez forte volatilité des taux d'intérêt. Parmi ces effets, le plus important est la faible proportion de banques offrant des crédits ou récoltant des dépôts de façon régulière. A titre d'exemple, seules 6 des 59 banques de notre échantillon ont ouvert au moins un contrat de crédit immobilier à taux variable chaque mois entre janvier 2003 et janvier 2004.

Un établissement de crédit peut également représenter à lui seul une part non-négligeable du volume d'affaire total, et ainsi orienter le taux moyen pondéré. Ceci s'observe, par exemple, pour les crédits aux sociétés non-financières d'un montant inférieur à un million d'euros, où, en janvier 2003, 90% du volume total provenait d'un seul établissement. Cette part est retombée à 70% en janvier 2004.

## 1.2.6 Le marché du travail

### 1.2.6.1 L'emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi total intérieur a amorcé une décélération en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de la conjoncture. Rappelons que le rythme de progression annuel de l'emploi est graduellement passé de 4,3% en janvier 2002 à 2,3% en décembre 2002. Par la suite, la tendance à la baisse de la progression annuelle de l'emploi s'est interrompue, comme en témoigne la stabilisation du taux annuel autour de 2,0% tout au long de l'année 2003. Par voie de conséquence, le rythme de progression moyen de l'emploi intérieur total a reculé à 2,0% en 2003, après 3,2% pour l'année précédente. En outre, les estimations disponibles pour janvier 2004 tablent sur une poursuite de cette stabilisation de la croissance annuelle de l'emploi.

L'économie luxembourgeoise a donc continué à créer des emplois tout au long de l'année 2003 bien que leur nombre soit tombé de 40% par rapport à l'année précédente (5 773 emplois créés en moyenne chaque mois en 2003 contre 8 705 en 2002). Selon les chiffres disponibles jusqu'en octobre 2003, cette "résistance" de la croissance annuelle de l'emploi trouve principalement sa source dans les secteurs des "Activités immobilières, locations et services aux entreprises" (0,5 point de pourcentage sur les 2,0% de croissance moyenne observée au cours des dix premiers mois), de la "Construction" (0,3 point de pourcentage) et des "Transports" (0,3 point de pourcentage). Au regard des problèmes de comptabilisation des salariés apparus ces dernières années en particulier dans les secteurs des "Transports", de la "Construction" et des "Services aux entreprises" qui s'expliquent par la difficulté de mesurer la durée du détachement des employés envoyés en mission à l'étranger notamment, il se pourrait que des emplois "virtuels" soient comptabilisés dans les statistiques de l'emploi. Ce biais statistique pourrait expliquer en partie la résilience observée de la croissance de l'emploi.

**TABLEAU 16 : CROISSANCE ANNUELLE (EN %) DE L'EMPLOI\* ET TAUX DE CHÔMAGE "STRICT" ET "LARGE"**

	Emploi salarié intérieur	Indépendants	Emploi total intérieur	Frontaliers entrants	Emploi national	Population active	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "large"
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	3,0%	4,3%
2003*	2,0	1,6	2,0	3,8	1,0	1,9	3,8%	5,2%
2003 T1	2,1	1,5	2,1	3,9	1,0	1,9	3,7%	5,2%
2003 T2	2,0	1,6	2,0	3,7	1,0	1,9	3,6%	5,1%
2003 T3	2,0	2,1	2,0	3,8	1,0	1,9	3,7%	5,1%
2003 T4	2,0	1,9	2,0	3,7	1,0	1,8	4,2%	5,7%
Nov. 03	1,9	1,9	1,9	3,5	1,0	1,8	4,1%	5,6%
Déc. 03	2,2	1,8	2,1	3,9	1,1	1,9	4,1%	5,6%
Janv. 04	2,0	1,6	2,0	3,6	1,0	1,8	4,5%	6,0%

\* Les données concernant l'emploi de novembre à janvier sont des estimations.

Source : IGSS, STATEC, calculs BCL

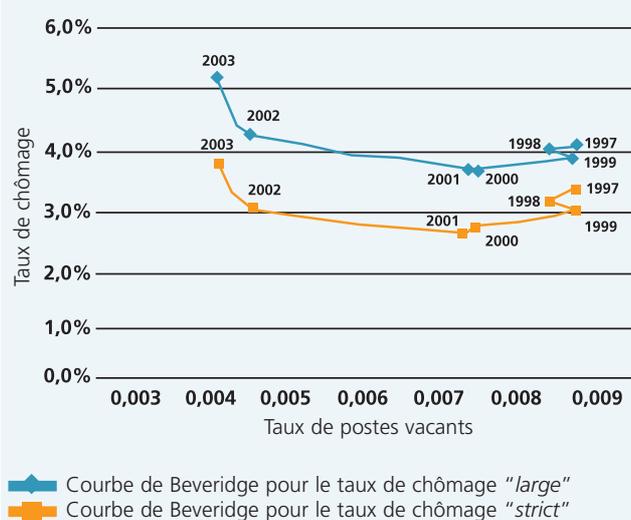
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Les non-résidents dont le nombre total s'élève à 106 837 personnes en 2003 (après 102 952 personnes en 2002) continuent d'occuper la grande majorité des nouveaux emplois créés. Leur poids dans les nouveaux emplois n'a cessé de croître graduellement tout au long de l'année 2003, de sorte qu'ils représentent 67,3% des nouveaux emplois et 36,7% de l'emploi total intérieur en 2003 (après respectivement 64,6% et 36,0% l'année précédente). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (ils représentent 52,7% de l'ensemble des travailleurs frontaliers), loin devant ceux de Belgique (27,4%) et d'Allemagne (19,9%).

La contrepartie de cette évolution est forcément le recul de la part des résidents dans les créations d'emplois. L'emploi national s'élève désormais à 192 990 personnes en 2003 augmentant de 1,0% par rapport à l'année précédente (après 191 103 personnes soit une progression annuelle de 1,7% en 2002). A noter une baisse de la part des résidents luxembourgeois dans l'emploi salarié total qui passe de 34,8% en 2002 à 34,1% en 2003. Ceci met donc en lumière une meilleure résistance de l'emploi frontalier dans un contexte de conjoncture morose, car la progression de l'emploi frontalier (en termes relatifs) se maintient à 65,1% environ de celle observée en 2002, tandis que la croissance de l'emploi national n'atteint plus que 59,0% de sa dynamique de l'année passée. Une explication de ce phénomène pourrait résulter d'une inadéquation entre l'offre et la demande de travail nationale en termes de qualifications. En effet, l'examen de la dynamique de la courbe de Beveridge (voir le graphique joint) pour le Luxembourg permet de distinguer une poursuite de la trajectoire observée depuis 2002, à savoir la persistance et le renforcement d'un choc agrégé, c'est à dire conjoncturel. En témoigne une dégradation de l'appariement entre l'offre et la demande de travail national (représentées respectivement par le taux de chômage et le taux d'emplois vacants). De fait, malgré la forte poussée du taux de chômage et donc de l'offre de travail disponible, le taux d'emplois vacants est resté quasi stable ne s'ajustant donc pas à la baisse dans les mêmes proportions. Au regard des ratios entre les demandes d'emplois non-satisfaites et les offres d'emplois non-satisfaites selon les différents secteurs, force est de constater que l'inadéquation entre offre et demande de travail s'est détériorée dans tous les secteurs/métiers, exception faite pour les "Agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés" et pour les "Travailleurs des transports".

Les secteurs/métiers les plus affectés par une surabondance de main-d'œuvre disponible par rapport aux postes offerts<sup>10</sup> sont ceux des "Autres services", des "Artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiment)", des "Employés de bureau" et des "Directeurs et cadres administratifs supérieurs".

**GRAPHIQUE 33 : LA "COURBE DE BEVERIDGE" CALCULÉE POUR LE TAUX DE CHÔMAGE "STRICT" ET LE TAUX DE CHÔMAGE "LARGE"**



Source : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

<sup>10</sup> Au regard des ratios, les "travailleurs des communications" ont aussi été touchés par une surabondance de main d'œuvre par rapport au(x) poste(s) offert(s), mais ils ne sont pas cités en tant qu'exemple car seulement deux personnes sont inscrites dans cette catégorie et aucune d'entre elle ne s'est vue offrir un poste tout au long de la période sous revue.

**TABLEAU 17 : RATIOS ENTRE LES DENS ET LES OENS<sup>1</sup>**

Nomenclature ADEM	Secteur / métier	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A	Professions libérales, techniciens et assimilés	1,4	1,2	1,5	2,4	4,1	5,6
B	Directeurs et cadres administratifs supérieurs	2,5	3,7	4,7	8,1	11,5	17,9
C	Employés de bureau	1,5	2,2	1,7	2,6	6,1	9,7
D	Vendeurs	9,4	9,9	9,0	9,1	15,9	23,9
E	Agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés	9,3	6,7	6,9	10,2	11,8	7,2
F	Travailleurs des transports	7,1	1,9	6,3	3,3	11,1	7,6
G	Travailleurs des communications	13,5	14,5	22,0	12,5	5,6	23,0
H	Artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiment)	3,4	2,2	2,7	3,1	3,8	6,5
I	Artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machinistes)	10,5	9,8	8,6	4,6	5,9	7,6
J	Hôtellerie, restauration	9,4	6,2	7,8	7,5	6,5	8,0
K	Autres services	16,5	10,2	5,8	2,2	6,8	15,7
<b>A à K</b>	<b>Ensemble de l'économie</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>6,2</b>	<b>9,0</b>

<sup>1</sup> DENS : Demandes d'emploi non satisfaites. - OENS : Offres d'emploi non satisfaites.

Source : ADEM, calculs BCL

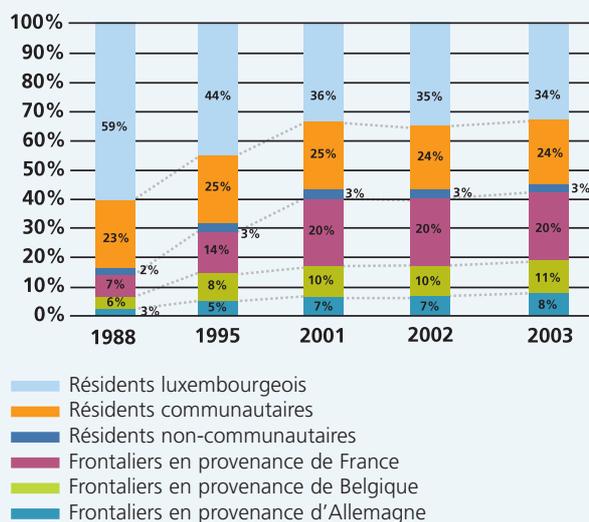
L'emploi salarié et l'emploi indépendant ont oscillé autour d'un rythme de croissance annuelle de respectivement 2,0% et 1,6% tout au long de l'année 2003, atteignant un niveau de respectivement 274 232 salariés et 17 220 travailleurs indépendants en 2003 (après 268 764 salariés et 16 915 travailleurs indépendants en moyenne en 2002). Plus précisément, la répartition sectorielle de l'emploi salarié, qui représente 94,1% de l'emploi total en 2003, révèle des différences sectorielles selon la nationalité et le lieu de résidence des salariés. Environ 45% des résidents de nationalité luxembourgeoise occupent un poste dans les "Autres services". Ceci s'explique notamment par le fait que les services publics privilégient la langue nationale. Les résidents étrangers sont quant à eux, majoritairement occupés dans les secteurs suivants : "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (pour 21% d'entre eux), "Autres services" (18%) et "Construction" (17%).

Les perspectives d'évolution des principaux agrégats de l'emploi risquent de ne pas s'améliorer à court terme : de fait, d'une part, les deux secteurs qui ont été les moteurs de la croissance de l'emploi avant le ralentissement de la conjoncture, à savoir l'"Industrie et manufacture" et l'"Intermédiation financière" ont perdu des emplois tout au long des dix premiers mois<sup>11</sup> de 2003. D'autre part, le secteur regroupant les "administrations publiques", la "santé" et l'"éducation" a continué à créer des emplois au cours de la période sous revue. Cependant, ce dernier regroupement de secteurs risque de ne plus contribuer dans la même mesure à la croissance de l'emploi au cours des mois à venir eu égard à la décision du Gouvernement luxembourgeois de procéder à un arrêt temporaire des recrutements relevant du budget du gouvernement central en 2004 (sauf dans la police et l'enseignement). Ainsi, l'année 2004 pourrait être le théâtre d'une stabilisation des créations d'emplois et, partant, d'un assombrissement de la situation sur le front du chômage.

<sup>11</sup> Les chiffres définitifs concernant la décomposition sectorielle de l'emploi sont disponibles pour l'heure uniquement pour les 10 premiers mois de 2003.

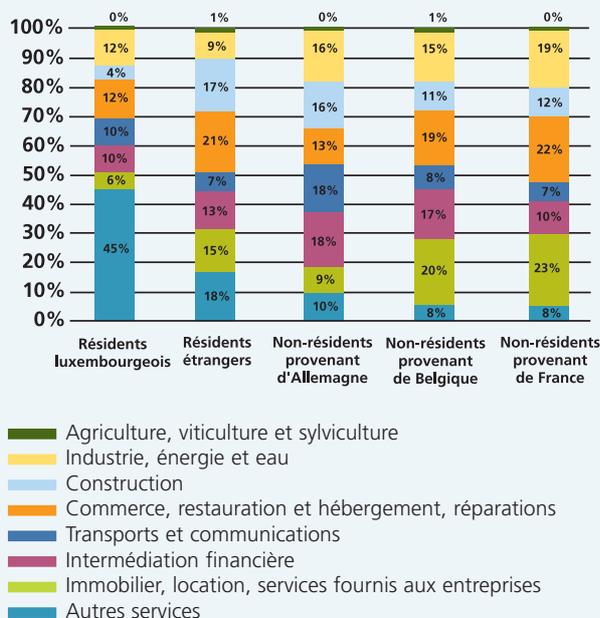
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 34 : COMPOSITION DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LE LIEU DE RÉSIDENCE ET LA NATIONALITÉ DU SALARIÉ**



Source : IGSS

**GRAPHIQUE 35 : RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LA BRANCHE PROFESSIONNELLE ET LE LIEU DE RÉSIDENCE DU SALARIÉ**



Source : IGSS

### 1.2.6.2 Le chômage

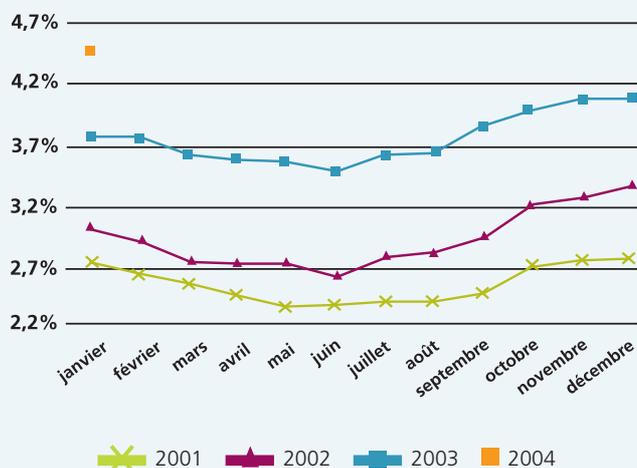
Le recul graduel de la conjoncture qui perdure depuis la seconde moitié de 2001 a débouché sur une poursuite de l'augmentation du taux de chômage en 2003. Le taux de chômage au sens "strict" s'est établi à 3,8% soit 7 587 personnes en 2003, après 3,0% ou 5 823 personnes l'année précédente.

En 2003 comme en 2002, les hommes ont représenté en moyenne 54,4% des personnes au chômage. La ventilation du nombre de chômeurs par tranche d'âge révèle que près d'un tiers d'entre eux sont âgés de 31 à 40 ans, ce qui constitue le contingent le plus important. Les personnes de 26 à 30 ans ont quant à elles été la catégorie de chômeurs qui a vu ses effectifs le plus augmenter au cours de 2003. Sur le front de la durée du chômage, on observe que la catégorie de personnes inscrites à l'ADEM depuis plus de 12 mois est demeurée en 2003 la plus importante (plus d'un cinquième de l'ensemble des inscrits se trouve dans cette catégorie).

A noter que la hausse annuelle très significative de la part des chômeurs répertoriés pour une durée comprise entre 3 et 12 mois tout au long de l'année 2003 témoigne d'un allongement de la durée moyenne du chômage. Ceci met en lumière l'émergence d'une certaine "persistance" qui si elle se prolonge, risque de réduire l'"employabilité" des personnes concernées et de déboucher ainsi sur le renforcement du phénomène bien connu d'hystérésis.

Le taux de chômage au sens "large", qui comprend les personnes qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi, a atteint 5,2% en moyenne en 2003 après 4,3% en 2001, (soit 10 518 personnes en 2003, après 8 408 en 2002). L'augmentation de ce taux de chômage s'explique à la fois par l'escalade du taux de chômage au sens "strict" et par la hausse du nombre de personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi, dont le nombre est passé de 2 585 en 2002 à 2 931 en 2003, soit une augmentation annuelle de 13,4%, en moyenne, en 2003.

**GRAPHIQUE 36 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS "STRICT"  
(EN POURCENTAGE DE LA POPULATION ACTIVE)**



Source : IGSS, STATEC

### Évolution des coûts salariaux

Selon les données définitives fournies par l'IGSS, la progression annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est accélérée au cours du troisième trimestre 2003 pour atteindre 3,1%, mettant ainsi un terme au mouvement de décélération graduelle entamé depuis le dernier trimestre de 2002. Les données pour le mois d'octobre (4,1% en glissement annuel) confirment cette escalade observée au cours du trimestre précédent. Cette hausse de la croissance annuelle du coût salarial s'explique à la fois par l'entrée en vigueur, le 1<sup>er</sup> août 2003, d'une nouvelle cote d'application de l'échelle mobile des salaires et par une contribution notable des "autres composantes". La croissance annuelle du coût salarial affiche un profil différencié selon les secteurs au cours des trois premiers trimestres de 2003, ce qui s'explique par deux facteurs. D'une part, le versement de primes et de gratifications est plus coutumier dans certains secteurs. D'autre part, une relative décentralisation de la négociation des accords salariaux prévaut au Luxembourg.

En effet, les principaux accords salariaux sont négociés soit au niveau d'un secteur ou d'une branche, soit directement au sein de chaque entreprise, ce qui implique la signature d'accords n'octroyant ni des hausses salariales uniformes d'un secteur à l'autre, ni la même date d'entrée en vigueur de l'accord salarial, ce qui contribue à accentuer les différences sectorielles concernant l'évolution de leurs coûts salariaux. Les secteurs qui ont enregistré les hausses annuelles de leurs coûts salariaux les plus importantes sont les suivants : "Immobilier, location, services fournis aux entreprises" (3,9% en glissement annuel sur les dix premiers mois), "Autres services" (3,7% sur les dix premiers mois), "Transports et communications" (3,5% sur les dix premiers mois). A contrario, les secteurs où les coûts salariaux ont baissé sont ceux de l'"Intermédiation financière" (-1,8% sur les dix premiers mois), et de l'"Industrie" (-0,9% sur les dix premiers mois).

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABEAU 18 : DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU CÔÛT SALARIAL MOYEN PAR MOIS ET PAR PERSONNE**

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
1996	0,8	1,0	1,8
1997	2,3	0,6	2,9
1998	0,2	1,6	1,8
1999	1,0	1,9	3,0
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003 (Estimation)	2,1	0,6	2,7

Trimestres	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2002 T1	2,5	1,2	3,7
2002 T2	0,8	0,9	1,7
2002 T3	2,5	0,8	3,3
2002 T4	2,5	1,0	3,5
2003 T1	2,5	0,5	3,0
2003 T2	1,7	1,0	2,6
2003 T3	1,7	1,4	3,1

Mois	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
200307	0,0	1,8	1,8
200308	2,5	0,4	2,9
200309	2,5	2,0	4,5
200310	2,5	1,6	4,1

Source : IGSS et projections BCL pour 2003

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir déjà subi une contraction d'environ 3% en 2002, les échanges extérieurs de biens ont poursuivi leur baisse, à un rythme toutefois moindre, au cours de l'année 2003. Les exportations et les importations de biens ont subi une légère réduction, respectivement de 0,8% et de 1,8% en valeur. Comparé à l'année 2002, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 4,7%, à près de 3 milliards d'euros sur toute l'année 2003.

Cette réduction du déficit du commerce extérieur s'explique donc par la baisse plus importante des importations par rapport aux exportations.

La modeste réduction des exportations masque néanmoins des variations fort contrastées pour certaines catégories de produits et pour certaines destinations. Sur toute l'année 2003, les exportations de matériel de transport, de produits chimiques et produits connexes, de boissons et tabac ainsi que les livraisons de produits alimentaires ont enregistré une progression notable.

En revanche, les livraisons de machines et équipements ont fortement chuté sous l'effet du recul du commerce import-export de téléphones mobiles, tandis que les ventes du secteur sidérurgique et manufacturier sont en légère baisse en raison notamment de la faiblesse de la demande mondiale.

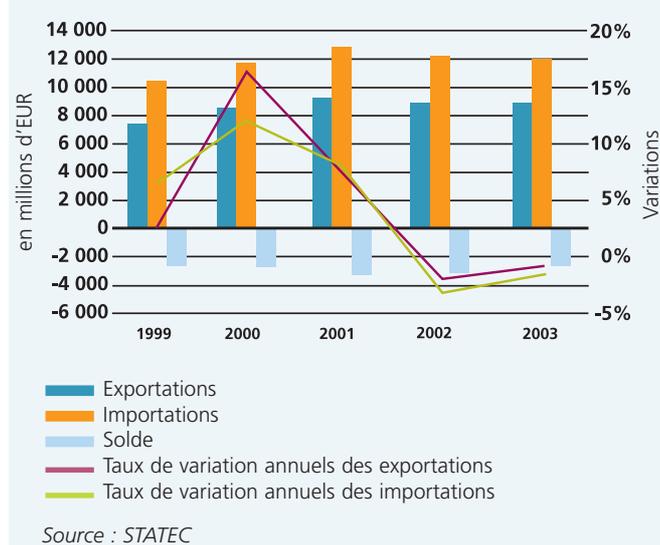
En ce qui concerne les principaux marchés, les évolutions sont également fort contrastées. Les exportations à destination des pays membres de la zone euro ont stagné, à 6,8 milliards d'euros, soit 76% de la valeur totale des exportations en 2003 (9 milliards d'euros). En revanche, avec une part de marché de 4,5% sur l'ensemble des exportations du Luxembourg en 2003, les livraisons de biens vers l'Asie<sup>12</sup> ont fortement progressé (+42,5%), dépassant la valeur des ventes vers le continent américain qui ont nettement fléchi (-22,8%). Dans ce contexte, les inquiétudes face à l'impact de l'appréciation de l'euro sur les exportations du Luxembourg devraient être modérées étant donné que l'essentiel des livraisons à l'étranger sont faites à destination des pays membres de la zone euro. La chute de 23,8% des exportations vers les Etats-Unis s'explique par deux facteurs : l'impact de l'appréciation de l'euro face au dollar américain d'une part et les obstacles commerciaux imposés par l'administration américaine dans le secteur de l'acier d'autre part. Toutefois, les exportations vers d'autres pays de la "zone dollar" dont les pays émergents d'Asie, qui, pour la plupart, ont lié leurs monnaies au dollar américain, sont en forte hausse. Ce constat permet de conclure que l'appréciation de l'euro n'a eu, au cours de l'année 2003, que des effets limités sur les exportations de marchandises du Luxembourg.

La réduction de 1,8% enregistrée par les importations est attribuée exclusivement à deux catégories de biens, à savoir les machines et équipements ainsi que le matériel de transport dont le niveau particulièrement élevé pour l'année 2002 s'expliquait notamment par l'acquisition d'un satellite et d'un aéronef.

Les fournitures de biens en provenance de la zone euro se sont stabilisées à près de 10,5 milliards d'euros, soit 87% de la valeur totale des importations de biens sur toute l'année 2003 (12 milliards d'euros). Les livraisons en provenance d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) se sont sensiblement contractées, en l'absence d'acquisition de nouveaux biens d'équipement (satellite et aéronef) par le secteur aérien et spatial résident. En revanche, les importations en provenance des pays d'Asie et des pays d'Europe de l'Est ont fortement augmenté.

<sup>12</sup> A l'exception des exportations vers le Japon qui accusent une baisse de 5,4%.  
<sup>13</sup> Il convient de noter l'existence de différences d'ordre méthodologique entre la balance de marchandises et le solde du commerce extérieur commenté dans la section précédente.

GRAPHIQUE 37 : COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Compte courant

En 2003, le compte courant s'est soldé par un excédent de 2,2 milliards d'euros, soit une baisse de 16% par rapport à celui de l'année 2002. A l'exception du solde des services, tous les autres soldes partiels de la balance courante se sont détériorés durant l'année 2003, comparés à leurs niveaux de 2002. Le déficit de la balance de marchandises s'est ainsi accru de 2,2% pour atteindre 2,2 milliards d'euros. Cette détérioration de la balance de biens<sup>13</sup> s'explique par le fait que les exportations de marchandises (-3%) ont davantage baissé que les importations (-2%).

Sur toute l'année 2003, l'excédent des services s'est, quant à lui, légèrement redressé de 1,4% par rapport à l'année précédente. Cette légère progression résulte des services d'informatique et d'information, des services d'assurance ainsi que des services de transport et des voyages. Les autres grandes catégories de services, dont les services financiers et les services de communication, ont enregistré une baisse plus ou moins sensible selon le cas. Ainsi, les recettes nettes des services financiers, qui apportent traditionnellement une contribution substantielle à l'excédent courant, ont reculé de 2,1% au cours de l'année 2003, même si le rythme de cette baisse s'est ralenti comparé au creux de 4,6% enregistré en 2002.

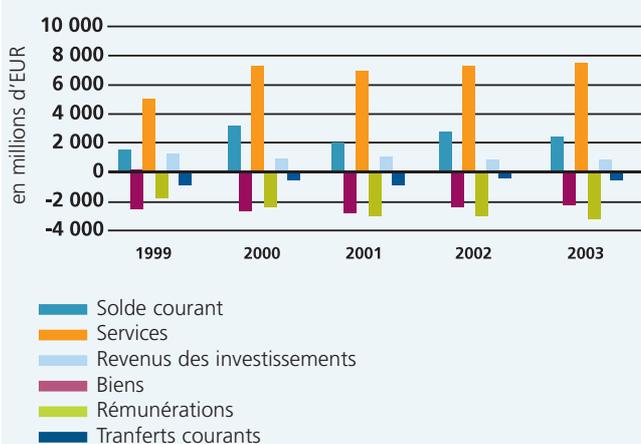
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Depuis le début du deuxième semestre 2003, les services financiers connaissent d'ailleurs une constante amélioration à la faveur du redressement des marchés financiers internationaux.

Les revenus du travail et du capital se sont soldés par un déficit en hausse de 10% sur toute l'année 2003. Cette accentuation du déficit des revenus s'explique par deux facteurs. D'une part, la rémunération nette versée aux salariés frontaliers a augmenté de 6,5% par rapport à l'année 2002, pour s'établir à 3,3 milliards d'euros sur toute l'année 2003. D'autre part, l'excédent des revenus d'investissements a subi une contraction de 5,8% sous l'effet, entre autres, du recul de la marge d'intermédiation financière.

Enfin, les transferts courants ont enregistré un déficit de 489 millions d'euros sur toute l'année 2003, soit presque le double du déficit de l'année 2002. Toutefois, le déficit des transferts courants avait atteint un niveau particulièrement bas en 2002 en raison des indemnités exceptionnelles versées par des compagnies d'assurance non-résidentes en compensation d'un satellite accidenté en novembre 2002<sup>14</sup>.

GRAPHIQUE 38 : ÉVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE COURANT



Source : BCL, STATEC

### 1.2.8.2 Compte financier

Les flux d'opérations financières se sont fortement contractés au cours de l'année 2003 comparés aux données révisées de l'année 2002<sup>15</sup>. Les sorties nettes de capitaux se sont ainsi établies à 1,2 milliards d'euros sur toute l'année 2003 contre 1,8 milliards d'euros l'année précédente.

Les flux d'investissements directs<sup>16</sup> se sont soldés par des sorties nettes de 7,6 milliards d'euros en 2003 contre 9,7 milliards d'euros au cours de l'année 2002. Les flux bruts d'investissements directs à l'étranger et au Luxembourg ont enregistré une importante chute durant l'année 2003. Soulignons que l'année 2002 était une année exceptionnelle pour les investissements directs du Luxembourg en raison de quelques opérations exceptionnelles dont notamment la constitution du groupe Arcelor par la fusion d'Arbed, Usinor et Aceralia. Comparé au sommet de 134 milliards d'euros en 2002, les investissements directs à l'étranger ont baissé de façon significative, pour atteindre 72,4 milliards d'euros sur toute l'année 2003. Les flux d'investissements directs au Luxembourg ont totalisé 64,8 milliards sur toute l'année 2003 contre 124 milliards d'euros en 2002. Tout comme pour l'année 2002, les investissements directs de l'année 2003 ont pris la forme, à plus de 80%, de prises de participations impliquant des sociétés *holdings* résidentes. En dehors des opérations en capital de sociétés *holdings*, les flux d'investissement direct ont porté essentiellement sur les prêts intra-groupes.

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, deux phénomènes méritent d'être soulignés. Du côté des engagements, l'attitude des non-résidents à l'égard de leurs placements en titres luxembourgeois ne s'est pas modifiée par rapport à l'année 2002. En effet, les achats de titres luxembourgeois par des non-résidents ont totalisé 73,9 milliards d'euros en 2003 contre 70,4 milliards l'année précédente. Tant pour l'année 2003 que pour 2002, l'essentiel de ces entrées de fonds proviennent des émissions de parts d'OPC et de titres de créance.

En revanche, du côté des avoirs, entre 2002 et 2003, les résidents luxembourgeois ont modifié l'allocation de leur portefeuille de titres étrangers suite à l'embellie des marchés financiers internationaux. En effet, contrairement à l'année 2002 où les résidents avaient délaissé les placements en actions étrangères, au cours de l'année 2003, la reprise des marchés boursiers internationaux a permis aux résidents de renouer avec les investissements en titres étrangers, ce qui s'est traduit par d'importantes sorties de fonds chiffrées à 69,5 milliards dont 30,4 milliards pour les actions et le reste pour les obligations et les instruments du marché monétaire.

Au total, pour l'ensemble des investissements de portefeuille, les entrées nettes de fonds ne s'établissent plus qu'à 4,4 milliards d'euros sur toute l'année 2003 contre 77,5 milliards d'euros en 2002.

<sup>14</sup> Ces indemnités avaient été enregistrées initialement dans la balance des paiements du premier trimestre 2003, lors du règlement de la transaction. Par la suite, elles ont été allouées à l'année 2002 étant donné que la transaction se rapportait à cette période.

<sup>15</sup> Les données de l'année 2002 ont subi d'importantes révisions sur le poste "investissements directs". Ces révisions ont été motivées par les recommandations internationales et ont consisté à reclasser vers les "autres investissements" les prêts des sociétés financières non-bancaires engagées principalement dans les activités de financement intra-groupe. Ce reclassement a comme conséquence de réduire les flux d'"investissements directs" tout en augmentant dans les mêmes proportions les flux d'"autres investissements".

<sup>16</sup> Y compris les bénéfices réinvestis.

Durant l'année 2003, les opérations sur "produits financiers dérivés", se sont soldées par d'importantes entrées nettes (+ 5,7 milliards d'euros) qui, combinées aux entrées nettes d'investissements de portefeuille ci-dessus (+4,4 milliards d'euros) ont permis de compenser quasiment les sorties nettes sus-mentionnées d'investissements directs et d'autres investissements (-11,3 milliards d'euros).

Les flux d'"autres investissements" ont enregistré des sorties nettes de capitaux de 3,6 milliards d'euros sur toute l'année 2003. Du côté des créances, les sorties nettes de 18,9 milliards, s'expliquent essentiellement par des crédits et dépôts à l'étranger effectués par les résidents du secteur non-bancaire. Du côté des engagements, des entrées nettes de 15 milliards ont été enregistrées sur toute l'année 2003. Ces entrées proviennent essentiellement des dépôts de la clientèle non-résidente auprès d'institutions financières monétaires résidentes.

Enfin, au cours de l'année 2003, les avoirs de réserve de la BCL ont augmenté de près de 92 millions d'euros, après avoir connu une hausse de 36 millions d'euros en 2002.

**TABEAU 19 : PRINCIPAUX SOLDES DU COMPTE FINANCIER**

En millions de EUR	2002	2003 <sup>(1)</sup>
<b>Solde du compte financier <sup>(2)</sup></b>	<b>-1 759</b>	<b>-1 187</b>
<b>1. Investissements directs</b>	<b>-9 703</b>	<b>-7 631</b>
1.2 À l'étranger	-134 004	-72 420
1.3 Au Luxembourg	124 301	64 789
<b>2. Investissements de portefeuille</b>	<b>77 489</b>	<b>4 413</b>
2.1 Avoirs	7 027	-69 480
2.2 Engagements	70 462	73 893
<b>3. Produits financiers dérivés</b>	<b>-79</b>	<b>5 749</b>
<b>4. Autres investissements</b>	<b>-69 430</b>	<b>-3 627</b>
4.1 Avoirs	-48 354	-18 868
4.2 Engagements	-21 076	15 242
<b>5. Avoirs de réserve <sup>(3)</sup></b>	<b>-36</b>	<b>-92</b>
<b>6. Erreurs et omissions</b>	<b>-671</b>	<b>-835</b>

Notes :

<sup>(1)</sup> Chiffres provisoires pour l'année 2003.

<sup>(2)</sup> Pour le compte financier, à l'exception des avoirs de réserve, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie de fonds.

<sup>(3)</sup> Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.

Source : BCL, STATEC

## 1.2.9 La position extérieure globale du Luxembourg

Après avoir débuté en 2002, en collaboration avec le STATEC, la production d'une balance des paiements complète du Luxembourg, la BCL a entrepris, au cours de l'année 2003, la compilation des statistiques de la position extérieure globale (PEG) du Luxembourg. La balance des paiements et la PEG constituent ensemble les comptes extérieurs d'une économie. La PEG est un relevé statistique qui recense, à une date donnée, les encours d'avoirs et d'engagements financiers des résidents d'une économie à l'égard des non-résidents. La balance des paiements, quant à elle, recense les flux économiques entre les résidents et les non-résidents. Outre leur intérêt pour la politique économique et monétaire, les comptes extérieurs servent à mesurer le degré d'intégration d'un pays au sein de l'économie mondiale, tout en fournissant des indications pour l'analyse de la stabilité financière de ce pays.

L'analyse détaillée de la PEG du Luxembourg, à fin 2002, avait été publiée dans le bulletin BCL 2003/3. Au 31 décembre 2002, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont été estimés à 1 894 milliards d'euros alors qu'à cette même date, les engagements financiers envers les non-résidents ont été évalués à 1 872 milliards d'euros. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs, s'est chiffrée à 21,5 milliards d'euros. Les résultats pour les différentes composantes d'avoirs et engagements financiers du Luxembourg à l'égard du reste du monde sont repris au tableau suivant :

**TABEAU 20 : LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG À FIN 2002**

En millions de EUR	Créances	Engagements	Position nette
<b>Position extérieure globale</b>	<b>1 894 085</b>	<b>1 872 598</b>	<b>21 487</b>
1. Investissements directs	525 678	511 071	14 607
2. Investissements de portefeuille	880 518	933 593	-53 075
3. Produits dérivés	7 407	126	7 281
4. Autres investissements	480 311	427 808	52 503
5. Avoirs de réserve	171		171

Source : BCL

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.2.9.1 Les stocks d'investissements directs

En ce qui concerne la première composante de la PEG, à savoir les investissements directs, le Luxembourg affiche une position nette créditrice évaluée à 14,6 milliards d'euros. L'encours d'investissements directs réalisés par les entreprises luxembourgeoises à l'étranger est estimé à 525,7 milliards d'euros. La part des participations au capital social représente 77% de cet encours. Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg est estimé à 511 milliards d'euros dont 86% des participations au capital social des entreprises résidentes. Il apparaît donc que la position nette créditrice du Luxembourg résulte surtout de l'encours des prêts intra-groupes.

En termes de répartition sectorielle, les montants d'investissements directs ci-dessus sont constitués, pour près de 90%, d'encours des véhicules financiers spéciaux (sociétés *holdings* et SOPARFI essentiellement). Si on exclut ces sociétés, le secteur bancaire reste prédominant pour les investissements directs venant de l'étranger. En revanche, les investissements luxembourgeois à l'étranger se concentrent dans les secteurs non bancaires.

### 1.2.9.2 Les encours d'investissements de portefeuille

Concernant les investissements de portefeuille, les avoirs du Luxembourg, sous forme de détention de titres étrangers, ont été évalués à 880 milliards d'euros à fin 2002. En comparaison avec les stocks de titres déclarés par les autres pays dans le cadre de l'enquête internationale du FMI sur les avoirs extérieurs en titres<sup>17</sup>, le Luxembourg occupe, avec 6,7% de l'encours total, le quatrième rang mondial, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Le portefeuille de titres détenus par tous les pays participant à l'enquête du FMI a été évalué à 13 700 milliards de USD à fin 2002. La structure du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents luxembourgeois se compose ainsi de 57% d'obligations et titres assimilés, de 10% d'instruments du marché monétaire et de 33% d'actions et parts d'OPC.

Fin 2002, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents est estimé à 933 milliards d'euros, dont 87% représentent les titres de participation (parts d'OPC essentiellement), le reste étant des titres de dette émis majoritairement par les établissements de crédit. Sur base d'informations déclarées par les pays détenteurs des titres luxembourgeois, dans le cadre de l'enquête du FMI, le Luxembourg occupe le septième rang mondial des pays émetteurs, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, et l'Italie.

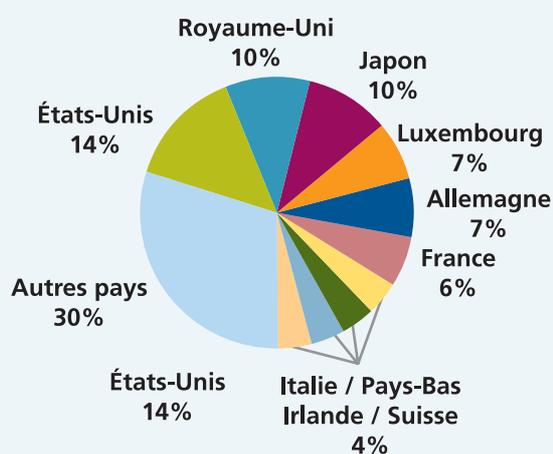
**TABLEAU 21 : STOCKS D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE TRANSFRONTALIERS PAR PAYS CRÉANCIER**

En milliards de USD	Titres de participation	Titres de créance long terme	Titres de créance court terme	Total	Parts dans le total du portefeuille
1 Etats-Unis	1 301	478	155	1 934	14,1%
2 Royaume-Uni	538	780	77	1 395	10,2%
3 Japon	211	1 136	48	1 395	10,2%
4 Luxembourg	305	526	92	923	6,7%
5 Allemagne	331	554	14	899	6,5%
6 France	197	614	70	881	6,4%
7 Italie	247	339	9	596	4,3%
8 Pays-Bas	217	343	9	570	4,2%
9 Irlande	150	245	171	565	4,1%
10 Suisse	218	283	22	523	3,8%
11 Autres	1 001	2 435	613	4 049	29,5%
<b>Valeur totale du portefeuille</b>	<b>4 717</b>	<b>7 733</b>	<b>1 280</b>	<b>13 731</b>	

Source : FMI, calculs BCL

<sup>17</sup> Enquête coordonnée sur les investissements transfrontaliers de portefeuille, édition 2002.

**GRAPHIQUE 39 : RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES ÉTRANGERS PAR PAYS DÉTENTEUR**



Source : FMI

### 1.2.9.3 Les stocks d'autres investissements

La rubrique "autres investissements" regroupe notamment les encours de crédits commerciaux, prêts et dépôts ainsi que divers produits à recevoir ou charges à payer. Pour l'ensemble de cette rubrique, la position nette du Luxembourg était positive (+52,5 milliards d'euros) au 31 décembre 2002.

### 1.2.10 Les finances publiques

#### 1.2.10.1 L'orientation fondamentale de la politique budgétaire

Le budget 2004 a été adopté par la Chambre des Députés en décembre 2003. Il se caractérise par une nette décélération de la progression des recettes, qui se limiterait à 0,7% par rapport au budget voté de 2003 sous l'effet d'une diminution des recettes courantes. Les dépenses ne s'accroîtraient cependant que de 2%, de sorte que le déficit serait en définitive contenu à 84 millions d'euros, soit à 0,35% du PIB.

**TABLEAU 22 : APERÇU DU BUDGET 2004 DE L'ÉTAT CENTRAL (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Budget définitif 2003	Budget 2004 voté	Progression en termes nominaux
<b>Recettes</b>	<b>6 349,7</b>	<b>6 392,6</b>	<b>+0,7%</b>
Recettes courantes	6 305,3	6 242,7	-1,0%
Recettes en capital	44,4	149,8	+237,4%
<b>Dépenses</b>	<b>6 349,3</b>	<b>6 476,7</b>	<b>+2,0%</b>
Dépenses courantes	5 521,5	5 809,7	+5,2%
Dépenses en capital	827,9	667,0	-19,4%
<b>Solde</b>	<b>0,4</b>	<b>-84,2</b>	<b>--</b>
dont solde courant	783,8	433,0	--
dont solde en capital	-783,4	-517,2	--

Source : Loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2004.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Ces chiffres ne se réfèrent cependant qu'à une acception assez restreinte de la notion d'État central, qui fait abstraction des dépenses effectives des fonds spéciaux. Or ces transactions devraient représenter plus de 25%<sup>18</sup> des dépenses totales de l'État central et 64%<sup>19</sup> de ses dépenses d'investissement en 2004, ce qui illustre la nécessité d'opérer une consolidation de l'État central au sens strict et des fonds. Par ailleurs, le solde budgétaire susmentionné a été affecté par deux opérations non récurrentes, à savoir la vente de biens immobiliers, à concurrence de 67 millions d'euros, et la vente de participations de l'État à la SNCI, pour un montant de 30 millions d'euros.

Une alternative à la présentation budgétaire traditionnelle a été privilégiée par la BCL. Elle comporte deux aménagements, qui visent à assurer une meilleure correspondance entre les données budgétaires et le système européen de comptes SEC 95. Pour rappel, ce dernier sert de référence dans le cadre de la surveillance multilatérale des situations budgétaires au niveau européen. Le premier ajustement revient à consolider l'État central au sens strict et les opérations des fonds. En pratique, il consiste à remplacer les dotations aux fonds inscrites au budget de l'État par les dépenses programmées des fonds, et à ajouter aux recettes de l'État les recettes propres des fonds. Le second ajustement revient à extraire la vente de participations des recettes de l'État, conformément au système SEC 95. Cette présentation du budget de l'État donne lieu à un déficit égal à 3,4% du PIB en 2004, qui est cependant ramené à 2,8%<sup>20</sup> sous l'hypothèse, adoptée par la BCL, d'une mise en œuvre du programme de dépenses des fonds spéciaux limitée à 90% des montants inscrits à l'annexe du projet de budget 2004. Ce déficit élevé est principalement dû à un déphasage entre d'une part, les dotations de l'État central aux fonds et d'autre part, les dépenses programmées des fonds, qui seraient nettement plus élevées. Il convient de noter que le déficit de 2,8% ne constitue pas le solde auquel il est fait référence pour vérifier la conformité de la politique budgétaire au critère de référence de 3% de déficit, tel qu'il est régi par le protocole n°11 du Traité établissant la Communauté européenne. Ce critère ne se réfère en effet pas au seul État central défini dans son acception large, puisqu'il se rapporte également à la sécurité sociale - qui présente toujours d'importants excédents - et aux communes. Les comptes SEC 95 relatifs à l'ensemble des administrations publiques sont examinés ci-dessous.

### 1.2.10.2 Les recettes

Après une longue période de stabilité, le ratio des recettes des administrations publiques au PIB a progressé de façon significative en 2002. Cette tendance s'est encore affirmée en 2003, le ratio s'établissant à quelque 47,5% du PIB en dépit d'une sensible décélération de la croissance nominale des recettes. Les impôts indirects ont quelque peu contribué à cette évolution. Une composante essentielle de la base imposable de ces impôts, à savoir la consommation privée, a connu une progression plus soutenue que celle du PIB en 2002 et en 2003. Les impôts indirects ont également été confortés par l'installation d'AOL et d'Amazon au Luxembourg en 2003. Ces deux éléments ont plus que compensé le recul du produit de la taxe d'abonnement.

Les cotisations sociales ont quant à elles continué à progresser à un rythme nettement plus élevé que celui du PIB en 2003, à la faveur d'une hausse toujours soutenue de l'emploi et d'un accroissement appréciable de la rémunération moyenne. Enfin, les recettes engrangées au titre des impôts directs sont restées à un niveau élevé en 2003. Elles se sont en effet élevées à 16,0% du PIB, malgré la mise en œuvre d'un considérable allègement de l'imposition des particuliers et des collectivités en 2001 et en 2002. Cette évolution surprenante s'explique par les importants retards dans la collecte des impôts directs dont sont redevables les sociétés, ces délais ayant contribué à amortir l'impact de la réforme fiscale sur les finances publiques. De surcroît, la collecte des soldes de l'impôt sur les revenus des collectivités imputables aux exercices fiscaux antérieurs a été exceptionnellement élevée en 2002 et - en dépit d'une certaine décélération - en 2003.

<sup>18</sup> Dépenses programmées des fonds spéciaux en pourcentage des dépenses totales de l'État central consolidé. Source : Ministère des finances, annexe du projet de budget 2004.

<sup>19</sup> Dépenses d'investissement par le truchement de six fonds, en pourcentage des dépenses d'investissement totales de l'État central. Source : Ministère des finances, projet de budget 2004, page 36.

<sup>20</sup> Conformément à la réglementation communautaire.

**TABLEAU 23 : RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Données STATEC mars 2004						Programme de stabilité			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004	2005	2006
<b>Recettes courantes</b>	<b>45,6</b>	<b>45,3</b>	<b>45,2</b>	<b>45,6</b>	<b>47,1</b>	<b>47,3</b>	<b>46,9</b>	<b>45,5</b>	<b>44,7</b>	<b>44,7</b>
Dont impôts directs	16,4	15,7	15,5	15,6	16,3	16,0	30,0	28,7	27,9	28,0
Dont impôts indirects	13,5	14,2	14,7	14,1	14,2	14,4				
Dont cotisations sociales	11,2	11,4	11,2	12,0	12,4	13,0	12,8	12,7	12,8	12,6
<b>Recettes en capital</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Recettes totales</b>	<b>45,7</b>	<b>45,5</b>	<b>45,3</b>	<b>45,8</b>	<b>47,3</b>	<b>47,5</b>	<b>47,1<sup>1</sup></b>	<b>45,7</b>	<b>44,9</b>	<b>44,9</b>
Pour mémoire : croissance nominale des recettes totales (%)	6,2	9,7	13,0	4,5	5,1	3,5	3,8	1,6	4,0	5,8

Source : STATEC, cinquième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2002-2006, calculs BCL

<sup>1</sup> Les données de recettes totales relatives à la période 2003-2006, qui apparaissent aux quatre dernières colonnes du tableau, émanent du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg. La ventilation entre les recettes courantes et les recettes en capital, effectuée au cours de la même période, résulte d'estimations de la BCL.

Le montant des recettes relatives à l'année 2003 diffère quelque peu selon la source considérée. Ces divergences résultent du fait que les données SEC 95 reprises ci-dessus incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne, ainsi que des dates de diffusion différentes des données (mars 2004 pour les statistiques STATEC, novembre 2003 pour la 5e actualisation du programme).

Le programme de stabilité ne distinguant pas les impôts directs des impôts indirects, seul le montant total de ces impôts est reproduit dans les quatre dernières colonnes du tableau.

Ce dernier facteur est cependant de nature temporaire. Le ratio des impôts directs collectés auprès des sociétés au PIB devrait en effet amorcer une nette décline dès 2004, car les soldes d'impôts attribuables aux années antérieures vont inévitablement s'amenuiser. Par voie de conséquence, les recettes totales des administrations publiques sont appelées à se réduire significativement en 2004 et en 2005, comme l'indique la cinquième actualisation du programme de stabilité luxembourgeois, qui a été remise à la Commission européenne le 28 novembre 2003.

Selon le programme, le ratio des recettes totales au PIB se stabiliserait en 2006. Cette évolution est cependant tributaire d'une nette accélération de la croissance nominale des recettes, qui passerait de 4% en 2005 à quelque 5,8% en 2006. La cinquième actualisation du programme de stabilité repose en effet sur l'hypothèse d'une croissance soutenue du PIB en volume, qui s'établirait à quelque 3,8% en 2006.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.10.3 Les dépenses

**TABLEAU 24 : DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Données STATEC mars 2004						Programme de stabilité			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004	2005	2006
Transferts sociaux	19,9	20,1	18,8	20,2	21,9	23,4	22,1	22,2	22,2	21,8
Investissements publics	4,6	4,4	3,8	4,2	4,8	4,9	4,9	4,5	4,5	4,5
Dépenses de consommation <sup>(1)</sup>	12,0	11,4	10,8	11,4	12,2	13,2	13,0	13,0	12,8	12,4
Subsides <sup>(2)</sup>	1,9	1,6	1,7	1,7	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7
Autres dépenses	4,1	4,3	4,0	2,0	3,7	4,3	5,8	6,0	6,0	6,0
<b>Dépenses totales</b>	<b>42,5</b>	<b>41,8</b>	<b>39,1</b>	<b>39,5</b>	<b>44,5</b>	<b>47,7</b>	<b>47,7</b>	<b>47,5</b>	<b>47,2</b>	<b>46,4</b>
Pour mémoire : croissance nominale des dépenses (%)	6,1	8,2	6,0	9,8	9,4	10,1	11,0	4,3	5,2	4,0

Source : STATEC, cinquième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2002-2006, calculs BCL

Notes :

<sup>(1)</sup> Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

<sup>(2)</sup> À l'exclusion des transferts en capital.

Les montants de dépenses relatives à l'année 2003 diffèrent quelque peu selon la source considérée. Ces divergences résultent du fait que les données STATEC reprises ci-dessus incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne et de dates de diffusion différentes. Enfin, la définition des transferts sociaux considérée dans l'actualisation du programme de stabilité est plus restreinte, ce qui explique l'importance du poste "autres dépenses".

Les dépenses enregistrées en 2001 ont été négativement affectées par une opération non récurrente, à savoir la vente d'une licence d'exploitation à la société SES Global. Ce facteur explique la forte diminution du poste "autres dépenses" en 2001. Les taux de croissance nominaux ont été expurgés de l'incidence de cette opération, dont le montant équivaut à 1,9% du PIB de 2001.

Si le ratio des recettes au PIB s'est accru depuis 2001, le ratio des dépenses a progressé davantage encore. Après une hausse supérieure à 9% en 2002, la croissance nominale des dépenses totales des administrations publiques (Etat central, pouvoirs locaux, sécurité sociale) a même progressé en 2003 pour atteindre plus de 10%, soit le taux le plus élevé depuis 1991. C'est précisément parce qu'il est difficile d'aligner la croissance des dépenses sur celle du PIB en phase de ralentissement économique qu'il importe de maintenir la hausse des dépenses fermement en deçà de la croissance économique en période de haute conjoncture.

Seul un tel encadrement "renforcé" des dépenses lors de la phase ascendante des cycles économiques permettrait de garantir le respect, sur l'ensemble du cycle, de la ligne de force gouvernementale en vertu de laquelle il convient de "poursuivre une discipline budgétaire qui veillera notamment à ce que la progression des dépenses de l'État ne dépasse pas, à moyen terme, les limites de la croissance économique"<sup>21</sup>. Le respect de cette norme, qui ne s'applique qu'au seul État central, permettrait d'éviter qu'un dérapage durable des dépenses induise la survenance de déficits récurrents ou un accroissement de la pression fiscale.

<sup>21</sup> Accord de coalition d'août 1999.

La progression très soutenue des dépenses observée depuis 2001 résulte pour l'essentiel de nouvelles mesures discrétionnaires. Ainsi, les transferts sociaux expliquent à eux seuls près de la moitié de l'accroissement enregistré en 2003 du ratio des dépenses au PIB, alors que ces transferts avaient déjà enregistré une hausse très soutenue au cours des deux années précédentes. Cette évolution est principalement imputable aux mesures de relèvement des pensions et des prestations familiales adoptées dans la foulée de la table ronde sur les pensions, à l'adaptation des pensions à la hausse des salaires en 2003, ainsi qu'à une forte hausse spontanée des dépenses de l'assurance maladie-maternité. La montée en puissance de l'assurance dépendance, instaurée en 1998, constitue un autre facteur explicatif de la forte progression des transferts sociaux.

Les dépenses de consommation sont quant à elles passées de 12,2% du PIB en 2002 à 13,2% en 2003. Ce net accroissement résulte principalement d'une hausse des effectifs des employés des administrations publiques - qui a cependant été plus modérée qu'au cours de l'année précédente - et d'un accroissement d'environ 6% des salaires nominaux moyens sous l'effet d'une nouvelle tranche d'indexation, de la progression de 1,6% consécutive à l'accord salarial de 2002 et de la traditionnelle "dérive salariale" imputable, notamment, à l'ancienneté moyenne des salariés.

La cinquième actualisation du programme de stabilité table sur une nette diminution du ratio des dépenses des administrations publiques au cours des prochaines années. Ce ratio serait ramené de 47,7% du PIB en 2003<sup>22</sup> à 46,4% en 2006. Une telle évolution serait souhaitable compte tenu de la forte croissance des dépenses observée au cours des dernières années. Elle supposerait cependant l'adoption de mesures nouvelles, susceptibles d'endiguer l'importante progression "spontanée" des dépenses, de même que l'absence de dépenses nouvelles. En l'absence d'initiatives visant à assurer une meilleure maîtrise des dépenses, les transferts sociaux vont vraisemblablement continuer à progresser plus rapidement que le PIB, alors que le programme de stabilité mise sur une légère réduction du ratio des transferts sociaux au PIB. De même, la réduction du ratio des dépenses de consommation postulée au programme semble difficile à mettre en œuvre en l'absence de dispositions nouvelles.

Enfin, le ratio des investissements publics passerait de 4,9% du PIB en 2003 à 4,5% en 2006 selon le programme. Il en résulterait une progression nominale moyenne de la formation brute de capital fixe des administrations publiques égale à 2,5% par an de 2003 à 2006. Les investissements publics calculés à prix constants tendraient donc à stagner, à un niveau cependant nettement plus élevé que dans les États voisins.

#### 1.2.10.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

En raison de la conjonction d'une augmentation très soutenue des dépenses et d'un ralentissement de la progression des recettes, la situation budgétaire des administrations publiques a subi une nette détérioration depuis 2000. Alors que ces dernières enregistraient encore un surplus supérieur à 6% du PIB en 2000 et en 2001, l'excédent s'est en effet limité à 2,7% du PIB en 2002, avant de laisser la place à un déficit en 2003. Le besoin de financement serait en définitive inférieur au déficit annoncé pour 2003 dans la cinquième actualisation du programme de stabilité, à la faveur d'une forte progression des recettes liées aux impôts indirects et aux cotisations sociales. Comme l'indique le programme de stabilité, le besoin de financement devrait cependant s'accroître en 2004 et en 2005. Il refluerait quelque peu en 2006, mais ce résultat est tributaire d'une nette progression des recettes en 2006 et de l'hypothèse d'une forte réduction du ratio des dépenses. Les projections d'automne de la BCL, qui postulent une légère augmentation de ce ratio, laissent quant à elles augurer un déficit des administrations publiques équivalent à 2,0 et 2,8% du PIB en 2004 et 2005, respectivement.

<sup>22</sup> Hors transactions avec l'Union européenne.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 25 : SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoins (-) de financement)</b>									
<b>Données STATEC de mars 2004</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,1</b>	--	--	--
Programme de stabilité	3,2	3,5	6,4	6,2	2,4	-0,6	-1,8	-2,3	-1,5
Projections d'automne BCL	3,2	3,5	6,4	6,2	2,4	-0,5	-2,0	-2,8	--
<b>Soldes apurés des évolutions cycliques</b>									
Estimation Commission européenne	--	--	1,4 <sup>(1)</sup>	3,3 <sup>(1)</sup>	2,6	1,1	0,9	1,0	2,2
Estimation Programme de stabilité	--	--	--	--	5,4	2,4	1,0	0,6	1,2
Estimation d'automne de la BCL	3,5	3,4	5,1	5,0	1,8	-0,5	-1,7	-2,4	--

Source : STATEC, cinquième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2002-2006, calculs BCL

Notes :

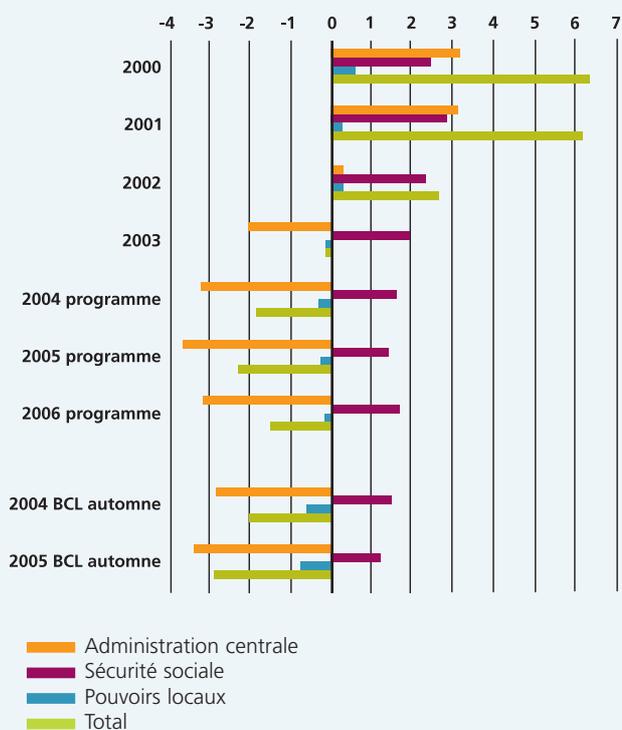
<sup>(1)</sup> Les soldes apurés relatifs à 2000 et 2001 n'ont pas été publiés par la Commission européenne. Ils ont été calculés par la BCL sur la base de la semi-élasticité du solde budgétaire au PIB utilisée par la Commission (0,6) et de la croissance potentielle estimée pour ces deux années par la Commission.

Les soldes apurés de l'incidence conjoncturelle sont égaux aux soldes effectifs diminués de la composante conjoncturelle du solde. La BCL a pour ce faire fait appel à une méthode désagrégée - développée par le SEBC et fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott - en prenant comme point de départ les soldes budgétaires inférés dans le cadre de ses propres projections d'automne (-2,0% du PIB en 2004 et -2,8% en 2005). La Commission et les auteurs du programme de stabilité ont quant à eux recouru à la méthode de la fonction de production. Leurs soldes effectifs de départ sont ceux qui ont été projetés dans le cadre du programme (-1,8% du PIB en 2004, -2,3% en 2005 et -1,5% en 2006).

Selon les calculs de la BCL, dont le résultat diffère nettement de celui de la Commission européenne et des estimations reprises au programme de stabilité (voir l'encadré ci-joint), le solde budgétaire ajusté des évolutions conjoncturelles serait nettement déficitaire, à concurrence de respectivement 1,7% et 2,4% du PIB en 2004 et 2005, alors qu'un excédent ajusté égal à environ 5% du PIB était encore observé en 2000 et en 2001. La dégradation de la situation budgétaire des administrations publiques n'est donc que partiellement imputable au ralentissement économique. Elle reflète pour l'essentiel l'adoption de nouvelles mesures discrétionnaires - telles que le net allègement des impôts des ménages et des sociétés ou encore les mesures adoptées dans la foulée du *Rentendesch* - ainsi que l'impact de la forte hausse spontanée des dépenses de sécurité sociale. La hausse soutenue des investissements publics et des dépenses de consommation observée de 2000 à 2003 a également contribué à alimenter les déficits ajustés des mouvements cycliques.

Comme l'indique le graphique ci-joint, la dégradation de la situation budgétaire est dans une large mesure imputable à l'État central défini au sens large, c'est-à-dire après consolidation avec les opérations des fonds spéciaux et de certains établissements publics. Tant le programme de stabilité que les projections d'automne de la BCL laissent augurer la persistance d'importants déficits de l'État central au cours des prochaines années.

**GRAPHIQUE 40 : CAPACITÉS (+) ET BESOINS DE FINANCEMENT (-) DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET DE LEURS SOUS-SECTEURS (EN % DU PIB)**



Source : STATEC, 5<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections d'automne 2003 de la BCL

La dégradation du solde budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises est certes survenue dans un contexte caractérisé par une excellente situation patrimoniale. Ainsi, le ratio de la dette publique des administrations publiques luxembourgeoises est de loin le plus faible de l'Union européenne (15 pays), puisqu'elle s'est limitée à 4,9% du PIB en 2003. En outre, les administrations publiques luxembourgeoises possèdent de substantiels actifs.

Il s'agit tout d'abord de la réserve budgétaire de l'Etat central, qui résulte du cumul des soldes enregistrés depuis 1944. Elle se montait à 680 millions d'euros au 31 décembre 2002, ce qui équivalait alors à 3,0% du PIB. Les réserves des fonds spéciaux se montaient quant à elles à 2 856 millions d'euros ou à quelque 12,8% du PIB au 31 décembre 2002. De surcroît, la valeur comptable d'acquisition des participations de l'Etat central s'est établie à 2 224 millions d'euros - soit à près de 10% du PIB - à la même date.<sup>23</sup>

Au total, les actifs financiers totaux de l'Etat central - appréhendés abstraction faite de la sécurité sociale et des communes - se sont donc élevés à près de 26% du PIB au 31 décembre 2002. Les actifs financiers nets, calculés après déduction de la dette brute consolidée de l'Etat central,<sup>24</sup> se sont en conséquence établis à 22,3% du PIB à la fin de 2002<sup>25</sup>. Comme l'illustre le graphique ci-joint, ce patrimoine net important serait cependant épuisé dès 2009 si l'Etat central enregistre de 2003 à 2006 les déficits prévus dans la cinquième actualisation du programme de stabilité et un déficit hors charges d'intérêts nettes du même ordre - soit 3% du PIB - à partir de 2007<sup>26</sup>. L'endettement financier net de l'Etat central atteindrait même 19% du PIB en 2015, près de 33% cinq ans plus tard et 56% du PIB en 2030. Sous l'hypothèse pourtant nettement plus favorable d'un déficit hors charges d'intérêts nettes ramené à 1 ou 2% du PIB dès 2007, le patrimoine financier net de l'Etat central serait également appelé à laisser la place à un endettement net, à partir de respectivement 2013 et 2010. Ces résultats soulignent l'importance du respect de la ligne de force selon laquelle l'Etat central doit présenter une situation budgétaire équilibrée.

<sup>23</sup> Source : Ministère des finances, Rapport d'activité 2002.

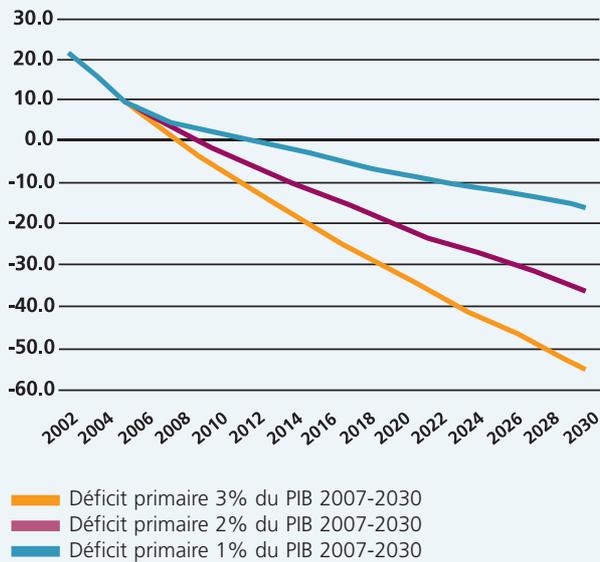
<sup>24</sup> La partie de la dette brute consolidée qui est imputable à l'Etat central s'élevait à 761 millions d'euros à la fin de 2002 selon le STATEC.

<sup>25</sup> Le patrimoine financier net résulte pour l'essentiel de la sédimentation des soldes budgétaires de l'Etat central. Un déficit budgétaire sera financé par un accroissement de la dette publique, par la liquidation de certains actifs ou par une combinaison de ces deux modes de financement. Le patrimoine financier net reflétera fidèlement l'évolution de la situation budgétaire, quelle que soit l'option de financement privilégiée. La dette brute consolidée est quant à elle nettement moins en phase avec l'évolution des soldes budgétaires, puisqu'elle n'est nullement affectée par un déficit dont le financement est assuré par une liquidation d'actifs ou par un excédent affecté à l'acquisition de nouveaux actifs. Le patrimoine financier net peut être affecté par d'éventuelles plus ou moins-values de portefeuille ou, le cas échéant, par des ventes de biens immobiliers.

<sup>26</sup> Les charges d'intérêts nettes sont égales aux charges d'intérêts de l'Etat central diminuées des revenus d'intérêt de ce dernier. Ces charges nettes sont systématiquement négatives, de sorte que les soldes hors charges d'intérêts nettes accusent un déficit (excédent) un peu plus (moins) important que les soldes globaux.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 41 : ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER NET DE L'ÉTAT CENTRAL SOUS L'HYPOTHÈSE DE DÉFICITS BUDGÉTAIRES PERSISTANTS (EN % DU PIB)**



Note : Le patrimoine financier net se rapporte au seul Etat central, qui est cependant appréhendé dans son acception large (y compris les fonds spéciaux). Il est égal aux actifs financiers de l'Etat central (à l'exclusion donc des biens immobiliers) diminués de la dette brute consolidée de l'Etat central. Le patrimoine financier net est calculé pour l'année de base 2002. Son évolution ultérieure est projetée sur la base d'un taux d'intérêt de référence de 4%, tandis que les taux d'inflation et de croissance du PIB sont supposés être égaux à respectivement 2% et 3,5% par an à partir de 2006. Pour les années 2003 à 2005, les taux d'inflation et de croissance retenus sont issus des projections d'automne de la BCL et de données fournies par le STATEC. Les besoins de financement de l'Etat central constituent le principal déterminant de l'évolution du ratio du patrimoine financier net au PIB. Sur l'horizon 2004-2006, les besoins de financement hors charges d'intérêts nettes sont calculés à partir des soldes repris dans la cinquième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, tandis que le solde relatif à 2003 est issu des données élaborées par le STATEC en mars 2004. Ces soldes primaires sont censés être égaux à 3, 2 ou 1% du PIB par la suite, en fonction du scénario retenu. Les charges ou revenus d'intérêts évoluent en fonction du niveau du patrimoine financier net.

Source : STATEC, 5<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, calculs BCL

Les administrations publiques comprennent certes la sécurité sociale qui a, au fil des ans, accumulé de substantielles réserves. Cependant, la réserve de compensation du régime général de pensions, qui constitue le principal actif des administrations publiques luxembourgeoises, ne peut être assimilée à un avoir en tant que tel. Si elle s'est élevée à quelque 23% du PIB à la fin de 2002<sup>27</sup>, la réserve de compensation est nettement inférieure à l'engagement implicite qu'induit le déphasage prévisible entre les prestations de pension futures et les recettes du régime général de pensions, du moins à taux de cotisations et à prestations inchangés. En outre, l'assurance maladie-maternité sera confrontée à des difficultés budgétaires structurelles dès 2005 si les dépenses continuent à augmenter au rythme élevé observé au cours des dernières années. Enfin, l'endettement des communes pourrait augmenter au cours des prochaines années, dans le sillage de la stagnation des recettes collectées au titre de l'impôt commercial communal.

<sup>27</sup> Selon le Rapport général sur la sécurité sociale 2002, élaboré par l'IGSS, la réserve du régime général de pensions se serait en effet élevée à 5 176 millions d'euros au 31 décembre 2002.

## Calcul des soldes budgétaires des administrations publiques apurés des mouvements conjoncturels

Le calcul de soldes budgétaires apurés des évolutions conjoncturelles revêt une grande importance en matière de surveillance des politiques budgétaires car ils permettent d'isoler la composante non cyclique des soldes, qui rend compte de la situation budgétaire fondamentale des administrations publiques. Les soldes ajustés constituent d'ailleurs l'une des pièces angulaires du cadre qui préside à la surveillance multilatérale des politiques budgétaires au niveau européen. En vertu du Pacte de Stabilité et de Croissance, les administrations publiques des Etats membres doivent en effet présenter des soldes budgétaires "proches de l'équilibre ou en surplus". Or le respect de cette norme doit s'apprécier en moyenne de cycle, sur la base de soldes apurés de l'évolution conjoncturelle.

La Commission européenne a procédé à une évaluation du respect de cette condition à l'occasion de son évaluation de la cinquième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg. Cette évaluation a servi de base à l'opinion du Conseil sur ce programme, qui a été adoptée le 10 février 2004. La Commission a effectué le calcul des soldes ajustés au moyen d'une méthode standardisée, qui est fondée sur la technique de la fonction de production. Schématiquement, elle repose sur quatre étapes. En premier lieu, le niveau du PIB potentiel, soit le niveau atteint par l'utilisation maximale des ressources disponibles qui soit compatible avec la stabilité des prix, est estimé au moyen d'une forme fonctionnelle "Cobb-Douglas" de la fonction de production. La fonction repose sur trois types d'inputs, à savoir le stock de capital, l'emploi - qui dépend de la population en âge de travailler, du taux de participation au marché du travail et d'un taux de chômage d'équilibre - et la productivité totale des facteurs. La production potentielle correspond à un taux de chômage égal à son niveau d'équilibre et à un taux d'exploitation maximal des facteurs de production.

En second lieu, la production potentielle est comparée à la production effective, afin de dégager l'écart de production (voir l'encadré sur la production potentielle et le cycle économique). En troisième lieu, la composante cyclique du solde budgétaire est calculée en multipliant l'écart de production par la semi-élasticité des soldes budgétaires au PIB. Estimée au moyen d'outils économétriques, cette semi-élasticité permet d'inférer l'incidence, sur le solde budgétaire exprimé en pourcentages du PIB, d'une variation d'1% du taux de croissance du PIB. Enfin, la composante cyclique est retranchée du solde budgétaire effectif, c'est-à-dire non ajusté. Le résultat de cette soustraction est le solde budgétaire apuré des mouvements conjoncturels.

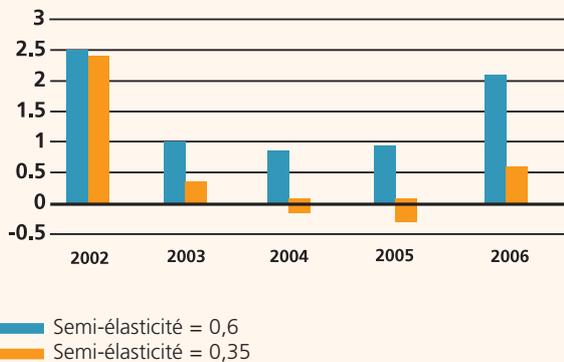
Comme l'illustre le tableau sur les soldes budgétaires repris dans le texte ci-joint, la méthode de la fonction de production utilisée par la Commission livre des résultats qui diffèrent nettement des soldes ajustés estimés par la BCL au moyen d'une méthode désagrégée élaborée dans le cadre du SEBC, qui est fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott avec un paramètre de lissage  $\lambda$  égal à  $30^{28}$ . Les principaux facteurs explicatifs de l'écart entre les deux méthodes sont les suivants :

- Les soldes budgétaires effectifs diffèrent quelque peu. La Commission a fondé ses calculs sur les soldes effectifs projetés dans la cinquième actualisation du programme de stabilité luxembourgeois, alors que la BCL a pour sa part considéré les besoins de financement issus de ses propres projections d'automne, qui sont légèrement moins favorables. La différence s'élève à 0,2% du PIB en 2004 et à 0,5% du PIB en 2005.
- La croissance de la production potentielle estimée par la Commission sur la période 2002-2006 est très soutenue, puisqu'elle atteint en moyenne 4,6% par an. Il en résulte une production potentielle très élevée en fin de période, ce qui donne lieu à un écart de production négatif à raison de 5,5% du PIB en 2005 et de 6,2% du PIB en 2006. Cet écart est censé se résorber au cours des années ultérieures à 2006, qui seraient dès lors caractérisées par un taux réel de croissance du PIB extrêmement soutenu, proche de 8% tant en 2007 qu'en 2008. La forte croissance potentielle estimée par la Commission est partiellement imputable au traitement "résiduel" de l'afflux de travailleurs frontaliers observé au cours des années 1990. En vertu de la méthode standardisée, cette évolution n'a pas été intégrée à la fonction de production proprement dite, qui repose sur la seule composante domestique de la population active. L'important afflux de frontaliers a dès lors été considéré de façon résiduelle, sous la forme d'un accroissement de la productivité totale des facteurs. La surestimation de cette dernière dans le passé donne lieu à une croissance potentielle surestimée dans le futur, surtout en cas de décélération de la progression future du nombre de travailleurs frontaliers.
- La semi-élasticité du solde budgétaire au PIB qui est utilisée par la Commission afin d'inférer la composante cyclique des soldes paraît elle-même élevée, puisqu'elle est égale à 0,6. Or, comme l'indique le graphique ci-joint, le choix d'une semi-élasticité de 0,35, qui paraît plus adaptée au Luxembourg du fait, notamment, d'une relation assez lâche entre l'évolution du PIB et le produit des impôts directs à charge des sociétés, aurait donné lieu à des soldes apurés nettement moins favorables.

<sup>28</sup> SPour une description de la méthode commune du SEBC, voir "Cyclically adjusted budget balances : an alternative approach", par C. Bouthevillain et al., ECB Working Paper n°77, September 2001. Pour une description de la méthode telle qu'elle est appliquée au Luxembourg, voir le Bulletin 2002/1 de la BCL, analyse sur "Les soldes budgétaires apurés des mouvements conjoncturels", pages 54 à 60.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

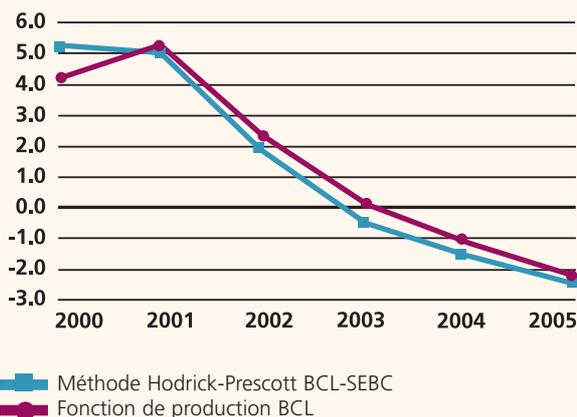
**GRAPHIQUE 42 : IMPACT SUR LES SOLDES BUDGÉTAIRES AJUSTÉS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES D'UNE SEMI-ÉLASTICITÉ MOINS ÉLEVÉE (EN % DU PIB)**



Source : Commission européenne, STATEC, calculs BCL

De surcroît, en dépit d'un meilleur enracinement dans la théorie économique, la méthode de la fonction de production utilisée par la Commission revient à "importer" les principaux inconvénients des filtres statistiques, puisque le niveau "potentiel" du taux de participation au marché du travail ainsi que la croissance potentielle de la productivité totale des facteurs sont déterminés par simple application du filtre d'Hodrick-Prescott. Il importe également de souligner que les déficits ajustés obtenus par la BCL ne sont guère imputables à l'utilisation d'une technique distincte de la méthode de la fonction de production. Comme l'indique le graphique ci-joint, des soldes ajustés calculés sur la base des écarts de production livrés par une méthode de la fonction de production développée par la BCL (voir l'encadré sur la production potentielle et les cycles économiques) et d'une semi-élasticité de 0,35 donnerait lieu à des soldes pratiquement identiques aux soldes estimés par la BCL au moyen de la méthode commune du SEBC, fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

**GRAPHIQUE 43 : SOLDES AJUSTÉS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES SUR LA BASE DE DEUX MÉTHODES DE CALCUL DE L'OUTPUT GAP APPLIQUÉES PAR LA BCL (EN % DU PIB)**



Source : STATEC, calculs BCL

- Enfin, la méthode de la fonction de production ne permet pas de prendre en compte les "effets de composition". Cette méthode est dite "agrégée", car elle consiste à mesurer l'écart de production sur la base du seul PIB. La BCL utilise pour sa part la méthode désagrégée du SEBC, qui est fondée sur cinq indicateurs d'activité, qui sont liés aux bases d'imposition et aux dépenses de chômage de façon plus directe que le PIB. Il s'agit des salaires moyens, de l'emploi, du nombre de chômeurs, de l'excédent brut d'exploitation et de la consommation privée. Comme ces indicateurs ont dans l'ensemble bien résisté au ralentissement conjoncturel - ce fut en particulier le cas pour l'emploi et la consommation privée - la composante cyclique du solde telle qu'elle est estimée par la Commission sur la base du seul PIB est plus négative que celle de la BCL. Il en résulte des soldes ajustés plus favorables. Les effets de composition jouent un rôle essentiel au Luxembourg, en particulier lors des premières phases d'un retournement conjoncturel. Ainsi, en 2001 le solde ajusté calculé selon la méthode agrégée du SEBC s'est dégradé à raison de 0,1% du PIB, alors que le solde correspondant, calculé au moyen d'une méthode Hodrick-Prescott agrégée, toujours avec un coefficient de lissage égal à 30, s'est amélioré à concurrence de 0,8% du PIB. La non prise en compte des effets de composition aurait donc conduit à une surestimation de 1% du PIB de l'impact de l'inflexion conjoncturelle sur les soldes budgétaires.

Note : la méthode de la fonction de production utilisée par la BCL est décrite par ailleurs (voir l'encadré sur la production potentielle et les cycles économiques et le Cahier d'étude n°4 de la BCL). Il s'agit d'une méthode qui repose sur le seul PIB (non prise en compte des effets de composition).

Enfin, les soldes ajustés obtenus par la Commission peuvent difficilement être réconciliés avec l'impact budgétaire des principales mesures adoptées par les autorités luxembourgeoises au cours des années récentes. Comme l'indique le tableau sur les soldes budgétaires, repris dans le texte principal, la méthode utilisée par la Commission aboutirait à un excédent respectivement égal à 1,4 et 1,1% du PIB en 2000 et en 2003. La faible ampleur de la diminution des soldes ajustés suggère que les autorités luxembourgeoises n'ont adopté aucune mesure discrétionnaire d'envergure au cours des années 2001 à 2003, et que les dépenses indépendantes des cycles conjoncturels - soit, en pratique, les dépenses qui ne sont pas liées au sous-emploi - ont évolué au même rythme que le PIB potentiel au cours de cette période. Or d'importants allègements fiscaux ont été mis en œuvre en 2001 et en 2002, pour un montant total équivalent à plus de 3% du PIB.

Par ailleurs, les dépenses non directement liées aux cycles conjoncturels se sont accrues à un rythme nettement supérieur à celui du PIB potentiel. Cette forte progression des dépenses des administrations publiques, qui résulte soit de mesures discrétionnaires, soit de mécanismes de croissance "spontanée" des dépenses, doit évidemment être prise en compte lors de l'interprétation de l'évolution des soldes structurels, puisqu'elle n'est pas directement liée aux évolutions conjoncturelles. Même lorsqu'elle est calculée à partir de la croissance potentielle élevée inférée par la Commission sur l'horizon 2001-2003, qui atteint près de 5% par an, la partie des dépenses non liées au cycle qui a excédé la progression du PIB potentiel peut être estimée à environ 800 millions d'euros à la fin de 2003, ce qui équivaut à plus de 3% du PIB. Une partie de ce dépassement est attribuable à un rehaussement très substantiel des pensions et des prestations familiales, à concurrence de près de 1% du PIB. Le solde, qui reflète notamment une forte progression des dépenses de l'assurance maladie-maternité et de l'assurance dépendance ainsi qu'une hausse appréciable des investissements publics et de la rémunération des salariés des administrations publiques, équivaudrait donc à plus de 2% du PIB. Au total, le solde budgétaire ajusté des mouvements conjoncturels aurait donc dû se détériorer d'au moins 6% du PIB de 2000 à 2003 compte tenu de diverses mesures discrétionnaires et de la "dérive spontanée" des dépenses. Il convient de souligner que ce montant est en phase avec les soldes apurés du cycle tels qu'ils ont été calculés par la BCL au moyen de la méthode du SEBC, puisque ces derniers accusent une dégradation de 5,6% du PIB de 2000 à 2003.

En conclusion, en dépit du fait que la Commission doit recourir à une version standardisée de la méthode de la fonction de production quel que soit l'Etat membre considéré, ses services ont, sur un plan purement technique, appliqué cette méthode au Luxembourg de façon tout à fait correcte. La méthode standardisée n'est cependant qu'imparfaitement adaptée au cas d'un petit pays comme le Luxembourg, qui se caractérise notamment par un important recours à la main-d'œuvre étrangère et frontalière et par de substantiels effets de composition. La méthode standardisée du SEBC utilisée par la BCL permet de capter ces effets de composition. Elle livre en outre des résultats pratiquement identiques à ceux auxquels donne lieu une méthode de la fonction de production élaborée par la BCL. Ce résultat démontre que les soldes ajustés calculés par la BCL au moyen de la méthode SEBC, qui sont régulièrement commentés dans les publications de la Banque, ne dépendent que marginalement de l'utilisation de la méthode d'Hodrick-Prescott. Cette dernière est d'ailleurs utilisée par la Commission pour dégager le niveau potentiel des principaux facteurs de production. Enfin, il est difficile de réconcilier l'évolution des soldes ajustés calculés par la Commission avec l'incidence budgétaire de l'importante réforme fiscale mise en œuvre en 2001 et en 2002 ainsi qu'avec une progression des dépenses nettement supérieure à celle du PIB potentiel.

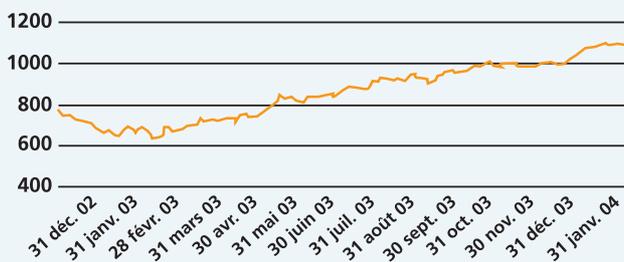
Au total, la méthode standardisée de la fonction de production utilisée par la Commission aboutit pour le Luxembourg à des résultats qui sont sujets à caution, ce que la Commission a d'ailleurs implicitement reconnu dans sa récente évaluation de l'actualisation du programme de stabilité du Luxembourg. Par voie de conséquence, il serait périlleux d'en tirer des conclusions de politique économique, en particulier lorsqu'il s'agit de définir une stratégie budgétaire à moyen terme.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.11 L'activité boursière au Luxembourg

A l'instar des marchés boursiers internationaux, la bourse de Luxembourg s'est nettement reprise en 2003. Elle a suivi le mouvement des principaux indices boursiers internationaux et a dans un premier temps reculé jusqu'en mars avant d'entamer une longue phase ascendante (cf. point 1.1.3 "Les marchés boursiers" de cette publication). Entre fin 2002 et fin 2003, l'indice Luxx a progressé de 29%. Il a continué sa progression pendant les premiers mois 2004 et a enregistré un plus de 7% entre fin 2003 et le 26 février 2004.

GRAPHIQUE 44 : ÉVOLUTION DU LUXX



Source : Bloomberg

Le volume des échanges sur le marché secondaire a atteint 793 millions d'euros en 2003, ce qui constitue une baisse de 55% par rapport au volume atteint en 2002. Cette baisse est la plus marquée dans le segment des obligations (-64%) suivi des OPC (-44%) et des actions (-20%). Ces taux de baisse différenciés impliquent qu'au niveau des parts par segment dans le volume global des échanges on peut observer en particulier une baisse dans le compartiment des obligations et une hausse dans celui des actions.

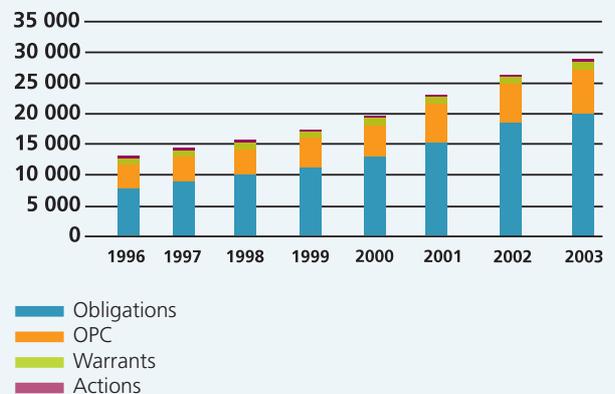
TABLEAU 26 : SEGMENTATION DU VOLUME DES ÉCHANGES

	2003	2002
Obligations	48%	70%
Actions	29%	17%
OPC	16%	13%
Warrants	6%	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : Bourse de Luxembourg

Du côté des admissions, l'année 2003 a été marquée par une forte activité. Ainsi, 8 246 nouvelles valeurs ont été admises à la cote officielle contre 7 513 nouvelles valeurs en 2002. Les nouvelles admissions ont été les plus importantes dans le segment des obligations (+6 161 valeurs), suivi des OPC (+1 051 valeurs) des warrants (+1 004 valeurs) et des actions (+30 valeurs). La structure de la cotation en Bourse de Luxembourg se présente dès lors comme suit.

GRAPHIQUE 45 : NOMBRE DE VALEURS COTÉES



Source : Bourse de Luxembourg

Au total, la cote de la Bourse de Luxembourg comptait 29 102 valeurs en date du 31 décembre 2003, soit une augmentation de 10% par rapport à fin 2002. La cotation d'obligations reste de loin l'activité principale de la Bourse de Luxembourg et le segment des obligations représente 73% du total des lignes de cotation.







## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

### 2.1 Les opérations de la politique monétaire

Au Grand-Duché de Luxembourg, la BCL est responsable pour l'exécution de la politique monétaire telle qu'elle est définie par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Les opérations de refinancement réalisées par la BCL sur les marchés (opérations d'*open market*) consistent en des crédits octroyés par la BCL contre des actifs donnés en garantie par les contreparties de la BCL, à savoir les établissements de crédit au Luxembourg.

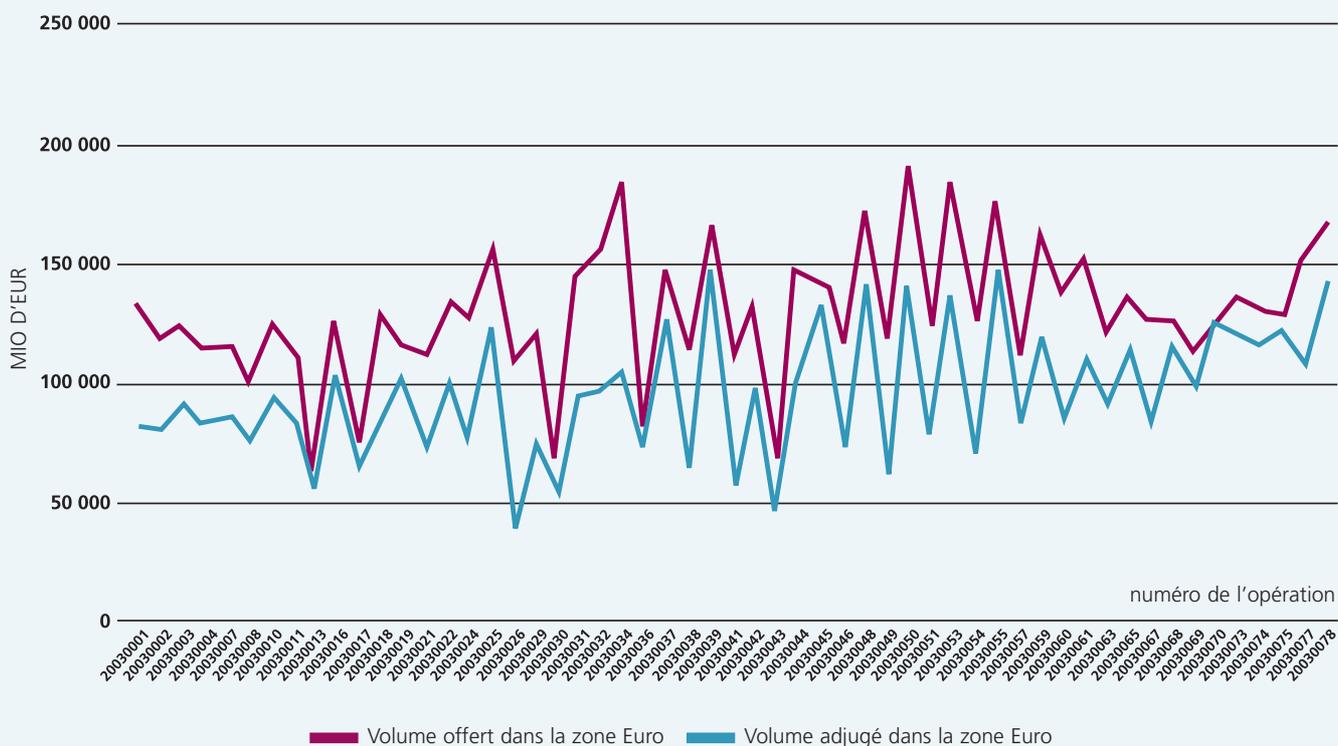
Les opérations d'*open market* se divisent en :

- opérations principales de refinancement (OPR), exécutées par l'Eurosystème de manière régulière. Les OPR sont réalisées par voie d'appels d'offres hebdomadaires ;
- opérations de refinancement à plus long terme (ORLT), exécutées par l'Eurosystème de manière régulière. Les ORLT sont effectuées par voie d'appels d'offres mensuels et ont une échéance de trois mois.

#### - Les opérations principales de refinancement (OPR)

Les OPR de l'Eurosystème sont effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable, selon la procédure d'adjudication à taux multiples.

GRAPHIQUE 1 : OPR EN 2003 - VOLUME OFFERT ET ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO

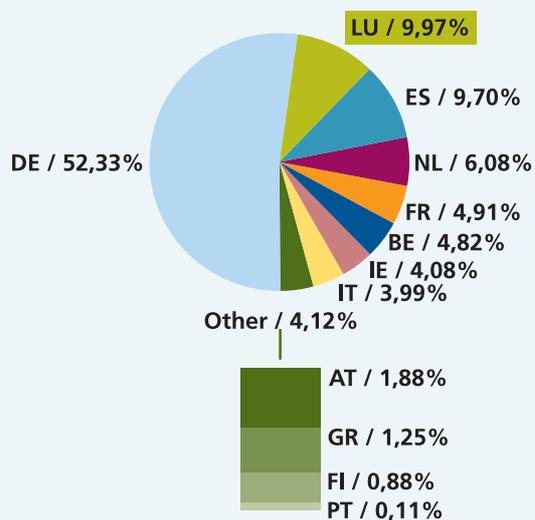


## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Comme l'année précédente, le Luxembourg occupe en 2003 la deuxième place derrière l'Allemagne dans la zone euro en ce qui concerne le volume des offres et des montants adjugés.

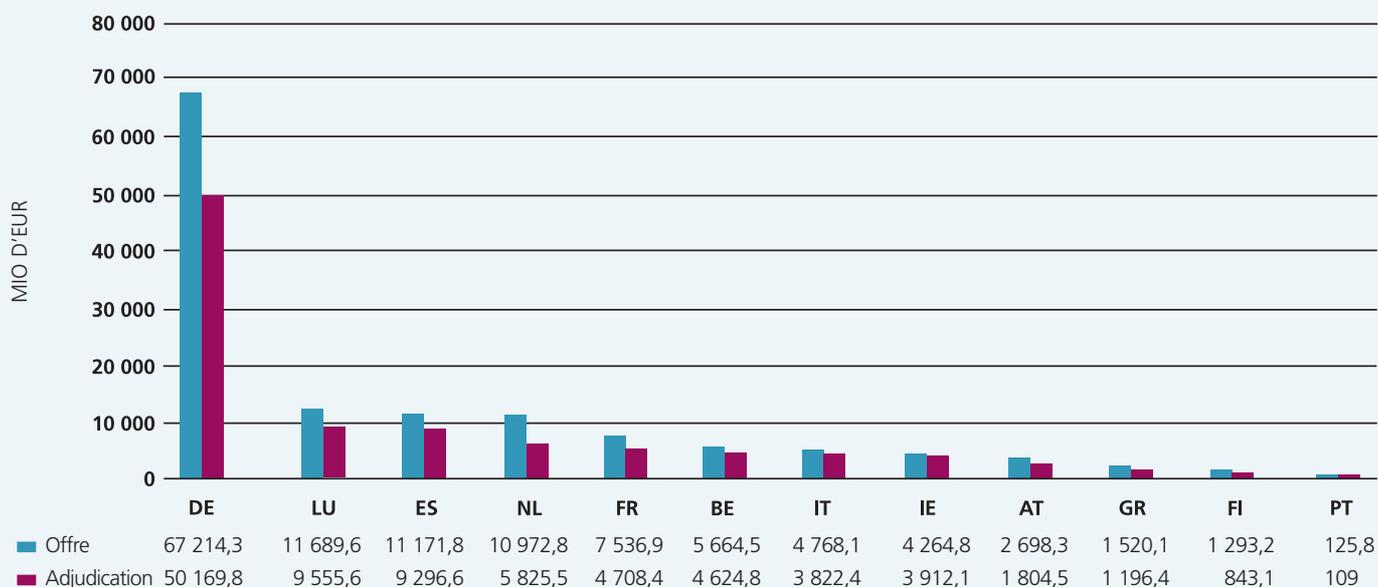
Par rapport à l'an 2002, le pourcentage adjugé au Luxembourg en 2003 a diminué de 12,04% à 9,97%.

GRAPHIQUE 2 : OPR - 2003 VOLUME MOYEN ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO



Le nombre moyen de contreparties participantes aux OPR est resté stable au Luxembourg avec 18,7 en moyenne par rapport à 18,2 en 2002.

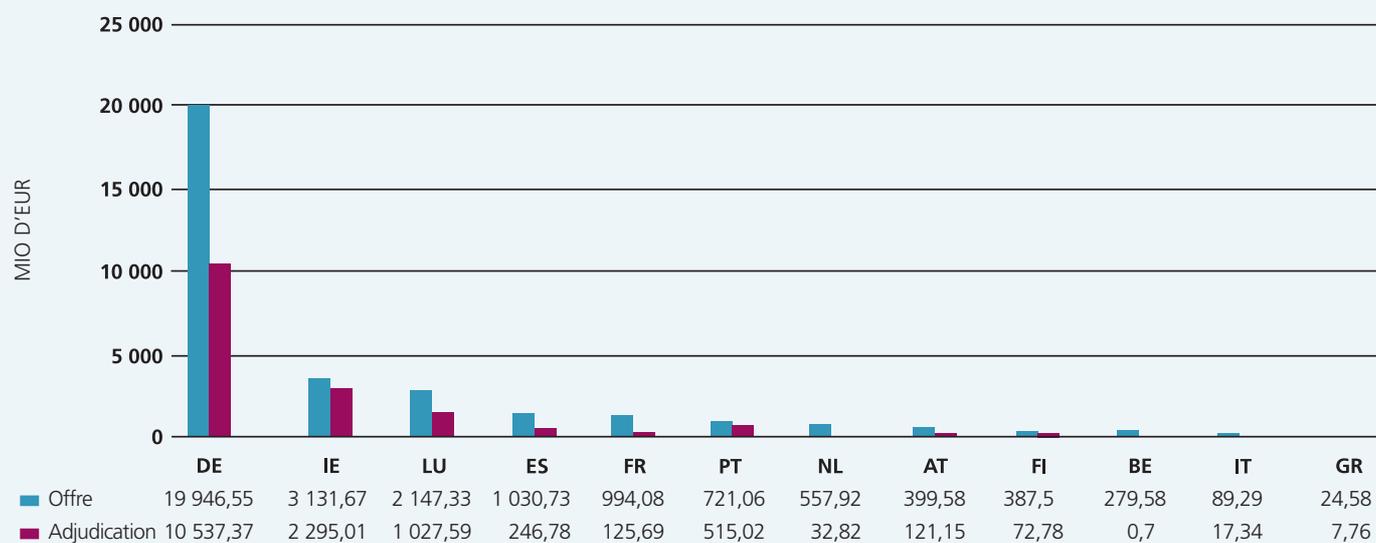
GRAPHIQUE 3 : OPR - 2003 VOLUME MOYEN OFFERT ET ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO



### - Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT)

Sur l'ensemble de l'année 2003, le Luxembourg s'est classé troisième en ce qui concerne le montant offert et adjugé dans les ORLT. Le nombre moyen de contreparties participantes a diminué de 10,8 en 2002 à 7 en 2003. Ce phénomène est également constaté dans la zone euro (185,6 contreparties en 2002 par rapport à 132,5 en 2003).

**GRAPHIQUE 4 : ORLT 2003 - VOLUME MOYEN OFFERT ET ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO**



En janvier 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever le montant à adjuger lors de chaque ORLT de 15 à 25 milliards d'euros.

### - Opérations de réglage fin

La BCE a conduit une opération de réglage fin (absorption de liquidités) en mai 2003 afin de rétablir des conditions normales de liquidité dans le marché.

## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

### Le système des réserves obligatoires

Durant l'année 2003, le montant moyen des réserves obligatoires détenues par les établissements de crédit sur la place financière luxembourgeoise s'est élevé à 6,8 milliards d'euros.

Les montants déposés en réserve par les banques de la Place sont rémunérés sur base de la moyenne du taux des OPR de la BCE au cours de la période de constitution.

GRAPHIQUE 5 : ÉVOLUTION DES RÉSERVES MOYENNES REQUISES ET CONSTITUÉES



## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

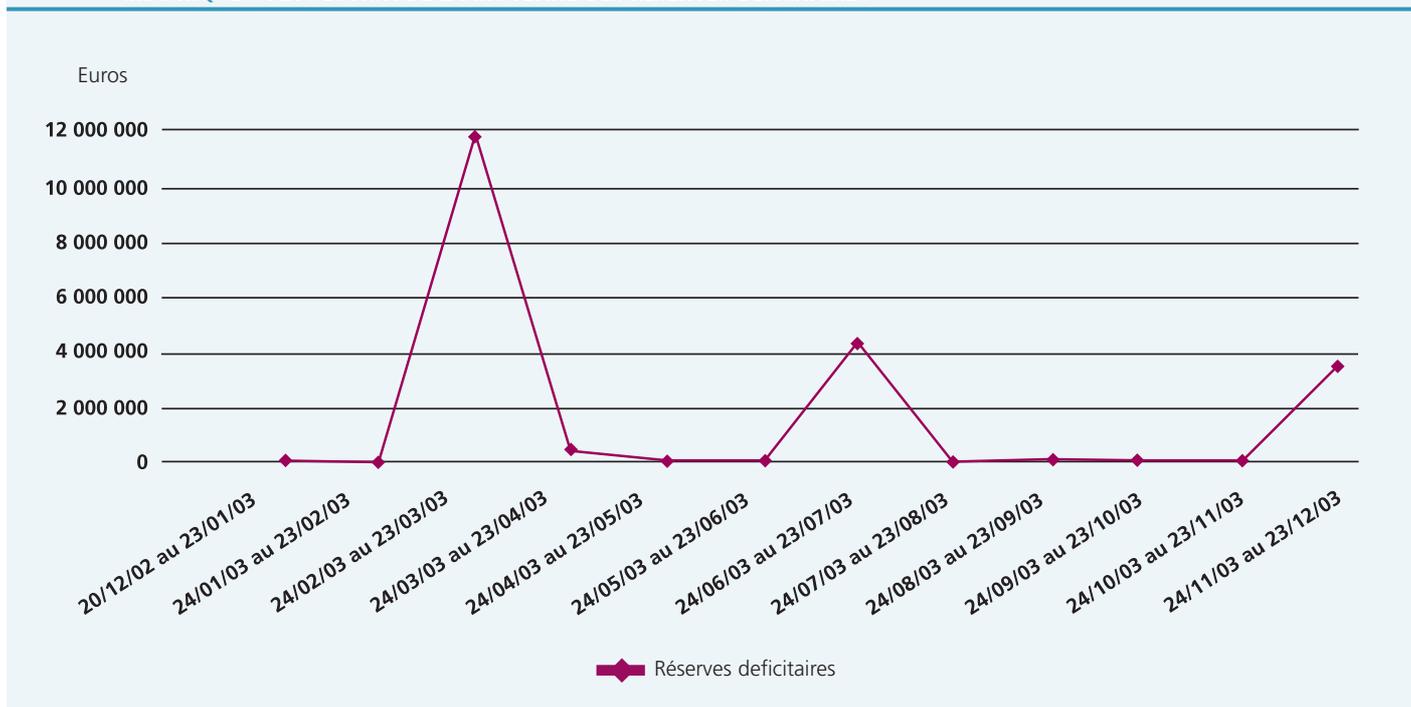
### Évolution du Taux de rémunération durant l'année 2003

En 2003, le taux de rémunération des réserves obligatoires est passé de 2,87% à 2,00%.

Périodes	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Taux (%)	2,87	2,78	2,67	2,53	2,54	2,34	2,09	2,06	2,07	2,05	2,03	2,00

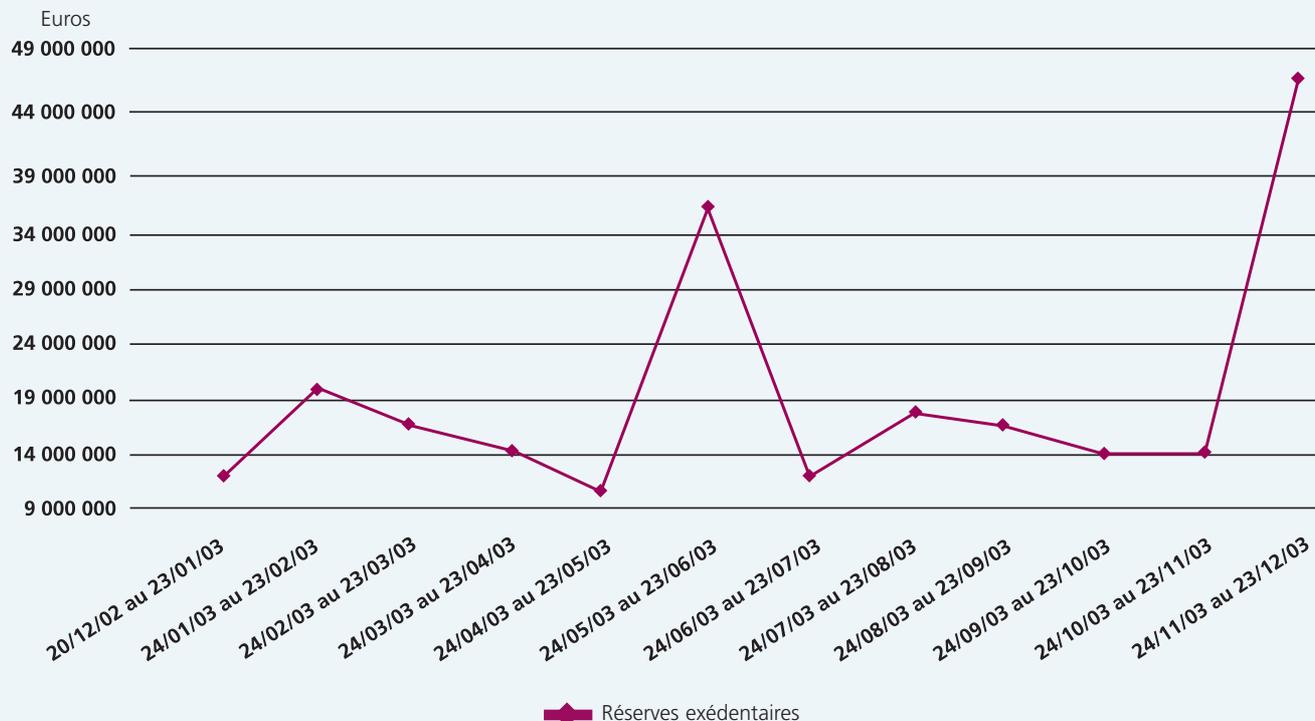
Au cours de l'exercice, six sanctions ont été prononcées pour non-respect du seuil de réserves obligatoires par les banques de la place financière, contre 17 en 2002.

GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DE LA MOYENNE DES RÉSERVES DÉFICITAIRES



## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

GRAPHIQUE 7 : ÉVOLUTION DE LA MOYENNE DES RÉSERVES EXCÉDENTAIRES



Les excédents de réserves obligatoires, non rémunérés, des banques de la Place continuent à s'établir à des niveaux élevés.

### Modifications du cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème

Lors du premier trimestre de 2004, deux modifications importantes ont été apportées au cadre opérationnel de la politique monétaire 2004 :

- 1) Le calendrier de la période de constitution des réserves débute toujours le jour du règlement de l'OPR suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. En outre, l'entrée en vigueur des modifications de taux des facilités permanentes est, en principe, alignée sur le début de la nouvelle période de constitution des réserves.

- 2) La durée des OPR est ramenée de deux à une semaine.

Enfin, l'ORLT n'est plus adjugée le premier mercredi de la période de constitution des réserves, mais normalement le dernier mercredi du mois. La conjugaison de ces deux mesures contribue à supprimer les anticipations de modifications des taux d'intérêt au cours d'une période de constitution des réserves, étant donné que les modifications des taux directeurs de la BCE ne s'appliquent, en règle générale, qu'à la prochaine période de constitution et que les conditions de liquidité en vigueur durant une période ne se reportent plus à la période suivante. Dès lors, ces mesures concourent à la stabilisation des conditions entourant les soumissions lors des OPR. De plus, à la faveur de ces changements, la période de constitution débute toujours un jour d'ouverture de TARGET et ne prend fin que très exceptionnellement un jour de fermeture de TARGET.

## 2.2 La gestion des réserves de change au sein de la BCL

Conformément aux règles applicables à l'Eurosystème, la BCL a transféré des actifs de réserves de changes à la BCE, pour un montant équivalent à 74,6 millions d'euros, par application d'une clé correspondant à sa part dans le capital de la BCE. Pour la BCL, cette clé était en 2003 de 0,1492% et les réserves de change de la BCE sont gérées de manière décentralisée par les BCN, y compris la BCL, depuis le mois de septembre 1999. Au 31 décembre 2003, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) représentait 69,2 millions d'euros. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2004, la clé pour la BCL est de 0,1708% et un montant supplémentaire de 10,8 millions d'euros a été transféré à la BCE.

Un objectif de la gestion des réserves de change de la BCE est de s'assurer qu'en cas de besoin, la BCE dispose d'un montant suffisant de liquidités pour ses interventions sur les marchés de change. La sécurité et la liquidité sont donc des exigences de base pour la gestion de ces réserves.

Le "*benchmark* tactique" est établi pour chaque devise en tenant compte du "*benchmark* stratégique" et reflète les préférences à moyen terme de la BCE en matière de revenus et de risques par référence aux conditions de marché. Une modification du *benchmark* tactique peut affecter différentes catégories de risques (par exemple la duration modifiée ou le risque de liquidité). L'échéance modifiée du *benchmark* tactique peut différer de celle du *benchmark* stratégique dans le cadre des marges de fluctuation annoncées au préalable par la BCE.

Dans le cadre de la gestion de ce portefeuille, la première tâche de la BCL est d'investir les réserves de change que la BCE lui a confiées dans les marges de fluctuation prévues ainsi que dans les limites de risque fixées, avec comme objectif une maximisation des revenus. Le montant des avoirs en or, qui font l'objet d'une gestion active, est fixé par la BCE en tenant compte de considérations stratégiques ainsi que des conditions du marché.

## 2.3 La gestion des avoirs de la BCL

La gestion des avoirs propres de la BCL se fait conformément aux dispositions de l'orientation de la BCE en la matière. La philosophie d'investissement est fondée sur le respect des facteurs suivants :

- approche d'investissement prudente ;
- analyse macroéconomique fondamentale ;
- organisation du schéma de portefeuille ;
- choix des décisions d'investissement ;
- contrôle minutieux et calcul des risques.

Les principaux objectifs de la politique d'investissement sont de générer un revenu élevé régulier et d'assurer, à long terme, un rendement total tenant compte de considérations de sécurité du capital, de stabilité des valeurs et de liquidité. En vue d'atteindre cet objectif et dans le respect du principe de la répartition des risques, la BCL applique une politique d'investissement coordonnée, progressive et proactive, fondée sur la théorie moderne de gestion de portefeuilles.

La majeure partie des fonds propres de la BCL est investie dans des titres à revenus fixes libellés en euros. L'orientation stratégique permet une diversification vers d'autres catégories d'actifs.

Le comité ALCO (*Asset and Liability Committee*) est en charge de la politique d'investissement des ressources financières de la BCL. Tenant compte des objectifs et contraintes sur base annuelle, le comité fixe une orientation stratégique pour la gestion des portefeuilles en définissant un cadre approprié pour la politique d'investissement et détermine le *benchmark* stratégique orienté vers la perception de revenus et le calcul de performance. Le comité définit les paramètres de risque pour la gestion des portefeuilles.

Le comité de gestion est en charge de la répartition tactique et définit les axes d'investissement sur base mensuelle. Le *benchmark* tactique est établi en fonction du *benchmark* stratégique, dans le respect des marges de fluctuation. L'attention est portée sur la stratégie d'investissement tactique à court terme.

Les décisions d'investissement sont prises en tenant compte :

- des risques de taux d'intérêt (durée moyenne du portefeuille, position des courbes de rendement) ; et
- des risques de marché (secteurs choisis, sélection des actifs en portefeuille en fonction de la sécurité et, dans une moindre mesure, selon une répartition géographique par pays).

## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Les décisions d'investissement se font sur base d'analyses techniques et fondamentales, de même que sur base d'évaluations quantitatives. Le rôle du comité de gestion est de définir les facteurs de référence en fonction desquels doit s'orienter la gestion des avoirs de la banque, d'assurer le suivi des investissements et de revoir la stratégie et les performances réalisées. Des *benchmarks* standards externes permettent de comparer les performances de manière régulière.

L'approche d'investissement prudente tient compte de :

- l'analyse des économies et des marchés financiers internationaux ;
- la décision d'allocation des actifs sous gestion par une appréciation des rendements sur les différents marchés internationaux ;
- la définition d'une stratégie claire ;
- la conservation de la valeur en capital des avoirs sous gestion par une politique de diversification des risques et le maintien d'une exigence de qualité particulière en matière d'investissement ; et de
- l'application de strictes mesures de contrôle des risques.

### "Investment Portfolio" (portefeuille 1)

L'*Investment Portfolio* est constitué d'actifs pouvant être considérés comme représentatifs des fonds propres (selon leur importance pour l'exploitation, pour des raisons d'obligations au sein de l'Eurosystème, caractère d'investissement à plus long terme, etc.). Ce portefeuille d'investissement a pour principal objectif de maximiser le rendement, en tenant compte d'exigences particulières en matière de risque, de revenu et de liquidité. Au 31 décembre 2003, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) représentait 550,1 millions d'euros, plus 70,8 millions d'euros d'actifs en devises.

En 2003, une grande partie des fonds a été placée dans des titres à long terme, étant donné les conditions de marché favorables pour ce genre d'investissement. Néanmoins la durée du portefeuille a été réduite vers la fin de l'année.

Notons que les valeurs incluses dans ce portefeuille sont largement diversifiées tant au niveau des secteurs géographiques que des secteurs d'activités et des émetteurs. Les limites par contrepartie et de crédit sont établies régulièrement et vérifiées par le "*risk management team*".

### "Liquidity Portfolio" (portefeuille 2)

Ce portefeuille représente les autres actifs en contrepartie des comptes TARGET et autres passifs. Ce portefeuille opérationnel a pour premier objectif d'être liquide pour faire face aux variations de trésorerie. Les instruments utilisés sont principalement des obligations à court terme, des certificats de dépôt, des billets de trésorerie, des opérations de cession-rétrocession et l'achat d'obligations à taux variables. Au 31 décembre 2003, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) représentait 1 244,4 millions d'euros.

### "Pension Fund Portfolio"

La gestion de ce fonds est traitée dans la section 4.2.4 du présent Rapport.

### "Institutional portfolios"

La Banque offre des services de gestion discrétionnaire pour des clients institutionnels publics et aussi pour d'autres banques centrales.

TABLEAU 1 : RÉPARTITION DES AVOIRS AU 31 DÉCEMBRE 2003

Echéance	Portefeuille 1	Portefeuille 2
0-1 an	47%	70%
1-3 ans	11%	30%
3-7 ans	33%	0%
> 7 ans	9%	0%

## 2.4 Les billets de banque et la circulation des signes monétaires

La BCL a assumé sa responsabilité dans l'organisation de la production et de la gestion de la qualité des billets en euros. Comme les années précédentes, les besoins des BCN participantes ont été agrégés par la BCE et la production d'une même dénomination a été assignée à un maximum de deux BCN. En 2003, la BCL a ainsi assuré la production de 1,9 millions de billets de 200 euros pour ses propres besoins. La production de ces billets a été confiée à l'imprimerie spécialisée Bundesdruckerei établie à Berlin en Allemagne.

A partir du 1<sup>er</sup> mai 2003, en vertu d'un nouvel accord conclu avec l'Etat luxembourgeois, la BCL s'est vue confier la production des pièces luxembourgeoises en euros. La BCL assumait déjà, selon la loi organique du 23 décembre 1998, la mise en circulation des pièces en euros. En 2003, la BCL a chargé la Monnaie Royale des Pays-Bas à Utrecht de la production des pièces luxembourgeoises en euros.

### 2.4.1 L'évolution de la circulation des signes monétaires

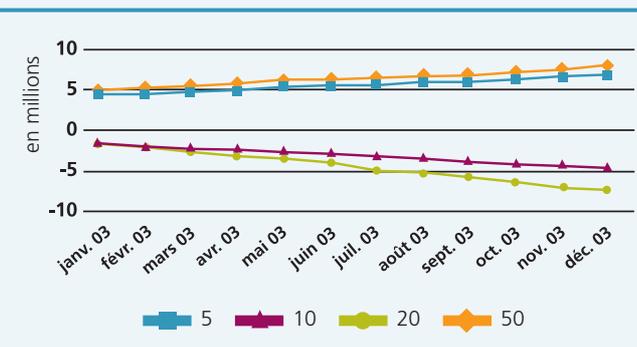
#### 2.4.1.1 Les signes monétaires en euros

Le volume de signes monétaires en euros mis en circulation par la BCL ne correspond pas nécessairement au volume de signes monétaires effectivement en circulation au Luxembourg, c'est-à-dire utilisés dans les circuits de paiement au Luxembourg, et ce en raison de la migration des billets et pièces au sein de la zone euro.

Le volume global net des billets en euros mis en circulation par la BCL au cours de 2003 s'élève à 27,80 millions de billets, contre 23,78 millions de billets en 2002, soit une croissance de 16,9%. On observe que le volume des dénominations de 10 et 20 euros mis en circulation par la BCL continue à être négatif, ce qui est exceptionnel pour une banque centrale. Les organismes financiers clients de la BCL ont versé davantage de ces billets qu'ils n'en ont prélevé auprès d'elle, étant donné que les touristes et les frontaliers ont apporté massivement ces dénominations afin de payer leurs transactions courantes au Luxembourg.

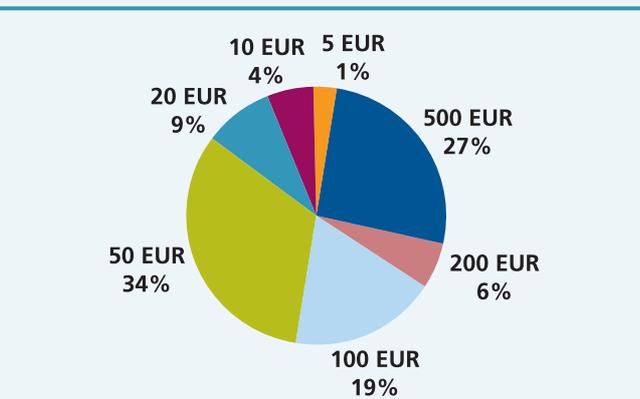
Le graphique ci-après illustre cette différence de tendance dans l'évolution du volume des dénominations utilisées principalement dans les transactions courantes :

**GRAPHIQUE 8 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE CERTAINES DÉNOMINATIONS DE BILLETS EN EUROS MIS EN CIRCULATION PAR LA BCL**



En comparaison avec l'ensemble de la zone euro, la BCL a pu augmenter sa contribution au volume global du nombre de billets mis en circulation par l'Eurosystème, passant de 0,47% à la fin 2002 à 0,74% en décembre 2003. Au Luxembourg et dans la zone euro, l'année 2003 a été caractérisée par une demande soutenue des dénominations élevées en vue d'une thésaurisation plus importante, signe d'un gain de confiance dans la devise européenne. Ainsi la valeur totale des billets en euros mis en circulation par l'Eurosystème a augmenté de 21,64% pour atteindre 436,13 milliards d'euros à la fin 2003 avec la répartition suivante de la valeur totale par dénomination :

**GRAPHIQUE 9 : RÉPARTITION DE LA VALEUR DES BILLETS EN EUROS MIS EN CIRCULATION PAR L'EUROSISTÈME SELON LES DÉNOMINATIONS**

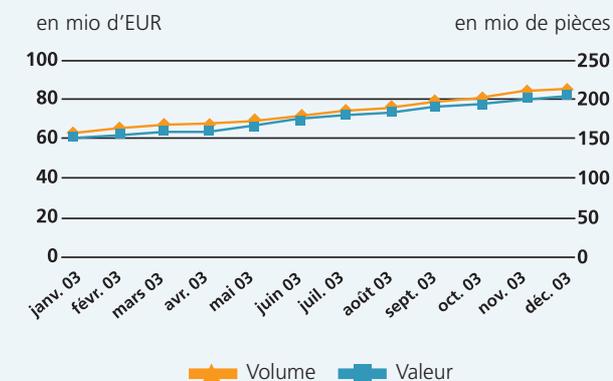


## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Les pièces luxembourgeoises en euros ont également connu une forte demande de la part du public, aussi bien luxembourgeois qu'étranger. La valeur totale des pièces luxembourgeoises mises en circulation a connu une croissance de 41% et est passée de 57,65 millions d'euros à 81,30 millions d'euros. Le volume de pièces mises en circulation au cours de 2003 a augmenté de 62,44 millions de pièces, affichant ainsi une croissance de 39,8%, pour atteindre 219,51 millions de pièces à la fin 2003. Ce volume représente un poids de 1 071 tonnes de pièces métalliques, soit 2,39 kg, ou quelques 490 pièces, par habitant au Luxembourg. Comme en 2002, les pièces luxembourgeoises en euros ont fait l'objet d'une forte demande des collectionneurs.

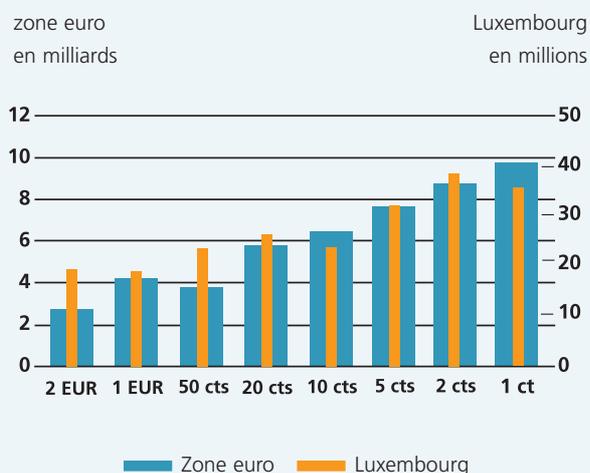
Le volume moyen mensuel de pièces en circulation s'est élevé à 186,78 millions. Le graphique ci-après montre l'évolution du volume et de la valeur des pièces luxembourgeoises en euros en circulation en 2003. La demande de pièces luxembourgeoises n'a cessé de croître, notamment à partir de mai 2003, lorsque la BCL, a également été chargée de leur production.

**GRAPHIQUE 10 : VOLUME ET VALEUR TOTAUX DES PIÈCES LUXEMBOURGEOISES EN EUROS MISES EN CIRCULATION**



En comparaison avec la zone euro, le Luxembourg contribue pour 0,45% au nombre total de pièces mises en circulation par les Etats membres participants, tandis qu'il contribue pour 0,58% à la valeur totale émise par toutes les autorités émettrices de la zone euro. La valeur moyenne des pièces luxembourgeoises en circulation s'élève à 37,0 cents, contre 28,7 cents en moyenne des pièces de la zone euro. Le graphique ci-après montre la comparaison du volume des différentes dénominations de pièces mises en circulation au Luxembourg par rapport à la zone euro.

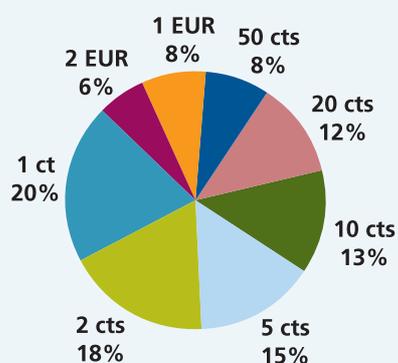
**GRAPHIQUE 11 : COMPARAISON DU VOLUME DE LA CIRCULATION DES DIFFÉRENTES DÉNOMINATIONS DE PIÈCES EN EUROS AU LUXEMBOURG PAR RAPPORT À LA ZONE EURO**



Concernant les pièces luxembourgeoises, il s'avère que, tout comme en 2002, la dénomination de 2 cents reste la plus répandue en 2003. Toutefois, le classement général en volume a légèrement changé en 2003 comparé à 2002 confirmant que le public a une certaine préférence pour les dénominations dont la valeur faciale commence par 2. Le classement par ordre décroissant en nombre de pièces est le suivant : 2 cents, 1 cent, 5 cents, 20 cents, 10 cents, 50 cents, 2 euros, 1 euro, tandis que le même classement au niveau de la zone euro donne l'image suivante : 1 cent, 2 cents, 5 cents, 10 cents, 20 cents, 1 euro, 50 cents, 2 euros.

La valeur totale des pièces en euros mises en circulation par l'Eurosystème est passée de 12,43 milliards d'euros à la fin 2002 à 14,07 milliards d'euros à la fin 2003, tandis que le volume total s'élève à 49,01 milliards de pièces. Le graphique suivant montre la répartition de ce volume de la zone euro selon les dénominations :

**GRAPHIQUE 12 : RÉPARTITION DU VOLUME DES PIÈCES DE LA ZONE EURO EN CIRCULATION SELON LES DÉNOMINATIONS**



#### 2.4.1.2 Les signes monétaires en francs luxembourgeois

En 2003, la valeur globale des signes monétaires en francs luxembourgeois<sup>1</sup> restant encore en circulation est passée de 505,77 millions à 470,02 millions de francs luxembourgeois, soit une diminution de 7,07%. La valeur moyenne par mois au cours de l'année s'est élevée à 479,17 millions de francs luxembourgeois, contre 702,03 millions en 2002. C'est la circulation du billet de 5 000 francs luxembourgeois qui a diminué le plus fortement, soit de 14,0% tandis que celle du billet de 1 000 francs luxembourgeois diminuait de 5,6% et celle du 100 francs luxembourgeois seulement de 2,1%. Ces chiffres montrent bien que bon nombre de collectionneurs préfèrent les dénominations les moins élevées. Le tableau suivant montre l'évolution de l'encours des billets en francs luxembourgeois pendant les 5 dernières années :

**TABLEAU 2 :**

Fin de période	en LUF				
	5 000 LUF	1 000 LUF	100 LUF	Billets LUF retirés à l'étranger	Total
1999	3 190 680 000	853 482 000	168 913 800	-159 980 000	<b>4 053 095 800</b>
variation*	-0,1%	-21,7%	-9,1%		<b>-9,4%</b>
2000	3 054 750 000	676 114 000	153 731 500	-168 910 000	<b>3 715 685 500</b>
variation*	-4,3%	-20,8%	-9%		<b>-8,3%</b>
2001	2 398 720 000	435 327 000	141 357 900	-198 966 000	<b>2 776 438 900</b>
variation*	-21,5%	-35,6%	-8,1%		<b>-25,3%</b>
2002	93 855 000	83 749 000	83 781 100	0	<b>261 385 100</b>
variation*	-96,1%	-80,8%	-40,7%		<b>-90,6%</b>
2003	80 720 000	79 038 000	82 003 000	0	<b>241 761 000</b>
variation*	-14,0%	-5,6%	-2,1%		<b>-7,5%</b>

\* par rapport à l'année précédente

<sup>1</sup> Billets et pièces confondus, y compris les frappes numismatiques de pièces ainsi que les pièces commémoratives.

## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

On constate que le volume global de la circulation des billets a diminué de 94,0% entre fin 1999 et fin 2003. Le rentrée des billets a pris la forme d'une courbe pratiquement linéaire. En ce qui concerne la valeur des pièces en circulation, l'année 2003 a vu une diminution de l'encours des pièces en francs non encore échangées de 7,6% pour atteindre un montant de 194,02 millions de francs luxembourgeois à la fin 2003.

Fin 2003, il reste encore en circulation un volume total de 915 212 billets luxembourgeois et de 64 176 374 pièces de circulation courante et ce pour un montant global de 435,78 millions de francs luxembourgeois, sans compter les frappes numismatiques ainsi que les pièces de collection.

### 2.4.2 La gestion des signes monétaires

Les billets en francs luxembourgeois versés à la BCL par les organismes financiers ont approché le nombre de 5 200, tandis que le versement des billets belges a dépassé légèrement 95 000 billets. En ce qui concerne les billets en euros, le volume des versements effectués par les organismes financiers à la Caisse centrale de la BCL a atteint 47,67 millions de billets. Exprimé en nombre d'opérations de versements, tous ces volumes versés par les organismes financiers représentent plus de 1 730 opérations différentes effectuées et enregistrées par la Caisse centrale de la BCL. Par ailleurs, le nombre d'opérations de retraits de signes monétaires en euros par les organismes financiers a presque atteint les 5 000 opérations, effectuées et enregistrées par la Caisse centrale en 2003.

Le public a également fait appel aux services offerts par la BCL par l'intermédiaire de ses guichets pour des opérations d'échange de billets et de pièces. En effet, près de 14 000 opérations y ont été enregistrées en 2003, soit en moyenne 55,7 opérations par jour ouvrable.

Le nombre de billets traités à l'aide des machines de tri a connu une augmentation substantielle de plus de 25%, passant de quelques 39 millions de billets en 2002 à 49,34 millions de billets traités en 2003. Ces machines de tri effectuent non seulement divers contrôles d'authenticité, mais également des tests de propreté des billets. Toutes dénominations confondues, près de 14,2 millions de billets ont dû être détruits en raison de leur inaptitude à la circulation. Le taux de rejet/destruction a également progressé fortement passant de 3% en 2002 à 29% du total des billets traités. En outre, ce taux montre une forte variation selon les dénominations traitées et varie de 11% pour la dénomination la plus élevée, à 58% pour la dénomination la plus basse.

En matière de suivi de la contrefaçon de signes monétaires, la BCL a déployé, en collaboration étroite avec la BCE et les autorités nationales compétentes, tous ses efforts afin d'analyser toute tentative de mise en circulation des signes contrefaits.

### 2.4.3 Les émissions numismatiques

L'euro a entraîné un grand regain d'intérêt pour les collections numismatiques pour toutes les nouvelles émissions en euros. Au Luxembourg, les produits numismatiques suivants ont été mis en circulation en 2003 par la BCL :

- La "plaquette 2003" présentait les pièces luxembourgeoises en euros, frappées en qualité "Brillant Universel" et au millésime de l'année 2003.
- La pièce en or "BCL-SEBC", émise en juin 2003, est la première pièce commémorative luxembourgeoise en or et a pour thème le 5<sup>e</sup> anniversaire de la Banque centrale du Luxembourg et du Système européen de banques centrales. Il s'agit d'une pièce à valeur faciale de 5 euros, frappée en or au titre de 999. Le diamètre est de 21 mm et le poids de 6,22 gr. Rappelons que les pièces commémoratives d'un pays de la zone euro n'ont cours légal que dans les limites territoriales du pays d'émission.



## 2.5 Les développements dans le domaine statistique

### 2.5.1 Les statistiques monétaires et financières

L'entrée en vigueur des règlements BCE/2001/13 et BCE/2001/18 en janvier 2003 a permis d'améliorer sensiblement l'infrastructure statistique dans le domaine monétaire et financier.

Depuis janvier 2003, la BCL procède à la collecte de données sur les bilans des institutions financières monétaires (IFM), établis selon les nomenclatures modifiées introduites par le règlement BCE/2001/13 sur le bilan consolidé du secteur des IFM. La nouvelle collecte se traduit par des informations mensuelles plus détaillées concernant les crédits et les dépôts, ainsi que pour les ajustements des postes du bilan dus aux effets de valorisation. Les informations mensuelles font désormais l'objet d'une ventilation par type d'instrument pour les crédits accordés aux ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) et d'une ventilation par secteur économique de la contrepartie plus détaillée. En outre, les ajustements liés aux effets de valorisation permettent d'améliorer sensiblement la qualité des statistiques des flux dérivés calculés par l'Eurosystème sur base mensuelle.

Parallèlement à l'amélioration des statistiques sur le bilan consolidé des IFMs, la BCL a procédé à l'introduction d'une collecte d'informations sur les taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit aux crédits et aux dépôts des ménages et des sociétés non financières du Luxembourg et de la zone euro.

La BCL publie régulièrement des statistiques sur le bilan agrégé des IFM et établissements de crédit luxembourgeois, ainsi que sur les taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit aux crédits et dépôts sur son site Internet et dans son bulletin périodique. De plus, des communiqués de presse informant sur la somme des bilans, l'emploi dans le secteur financier et les réserves obligatoires sont régulièrement diffusés.

### 2.5.2 La balance des paiements et la position extérieure globale

La BCL publie les statistiques trimestrielles de balance des paiements du Luxembourg, ainsi que les statistiques de la position extérieure globale (PEG) sur son site Internet et dans son bulletin périodique. En outre, la BCL et le STATEC diffusent un communiqué de presse commun concernant les principales évolutions de la balance des paiements lors de la publication de nouvelles données.

Au cours de l'année sous revue, la BCL a procédé à la compilation de la première PEG du Luxembourg<sup>1</sup>. Auparavant cette statistique, qui établit le relevé des encours d'avoires et d'engagements financiers d'une économie à un moment donné en différenciant notamment les investissements directs des investissements de portefeuille et des avoires de réserves, était uniquement compilée pour l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

En 2004, la BCL poursuivra ses efforts afin de procéder à la compilation de la PEG avec une fréquence trimestrielle. Les travaux de compilation se fonderont notamment sur la partie hors-bilan du nouveau rapport statistique trimestriel fourni par les établissements de crédit résidents. Finalement, le respect des nouveaux concepts méthodologiques<sup>2</sup> impliquera des modifications lors de la compilation des flux de balance des paiements.

### 2.5.3 La norme spéciale de dissémination de données du Fonds monétaire international

La norme spéciale de dissémination de données (plus connue sous son acronyme anglais *SDDS*) a été mise en place en 1996 par le Fonds Monétaire International (FMI), afin de promouvoir la production et la publication d'un large éventail de statistiques macroéconomiques. L'objectif final de cette norme est notamment d'améliorer les possibilités d'analyse économique par l'enrichissement du tissu statistique mis à la disposition des décideurs politiques et des marchés financiers.

En 2003, les institutions luxembourgeoises ont poursuivi leurs efforts, afin de développer le cadre statistique nécessaire au respect de cette norme. Ainsi, la BCL est en mesure de finaliser les statistiques sur les comptes analytiques de la Banque et du secteur des IFM, la balance des paiements (conjointement avec le STATEC), la PEG et les avoires de réserves durant le premier trimestre de l'année en cours.

<sup>1</sup> Cette première publication a également fait l'objet d'un encadré dans le bulletin 2003/3 de la BCL.

<sup>2</sup> Fixés par la recommandation BCE/2003/7 de la BCE du 2 mai 2003.

## 2.6 Les systèmes de paiement et de règlement-titres

### 2.6.1 LIPS-Gross

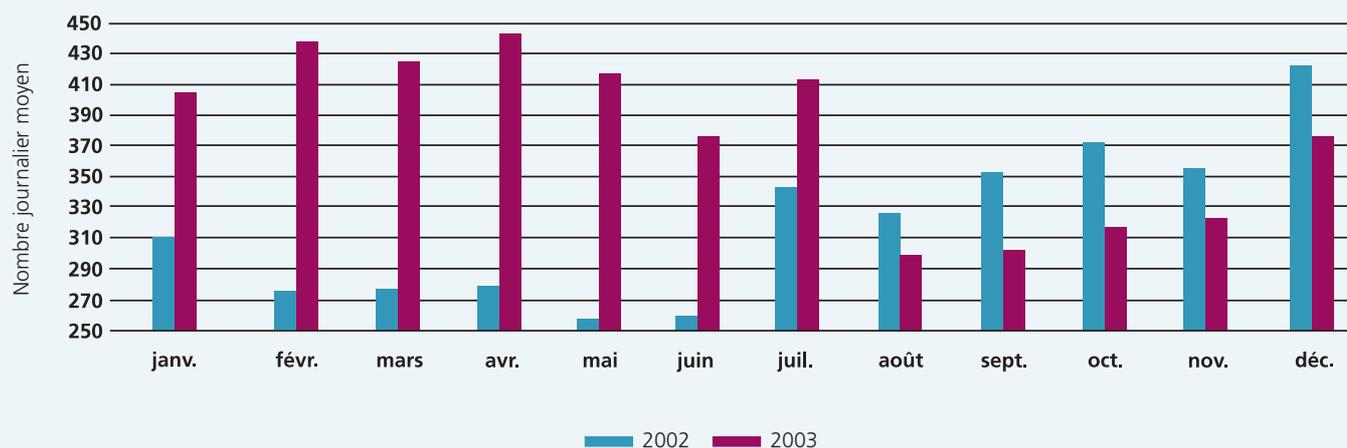
Le nombre de participants à LIPS-Gross<sup>1</sup>, le système luxembourgeois de paiement brut interbancaire, est resté inchangé à 31 au cours de l'année 2003. Les opérations au cours de l'année 2003 sont présentées ci-après.

Après une forte croissance durant la première partie de l'année, les volumes sont ensuite retombés à des niveaux inférieurs à ceux de 2002. La tendance globale est restée à la hausse. Concernant les valeurs échangées en 2003, elles sont en hausse par rapport à 2002.

#### Paiements domestiques

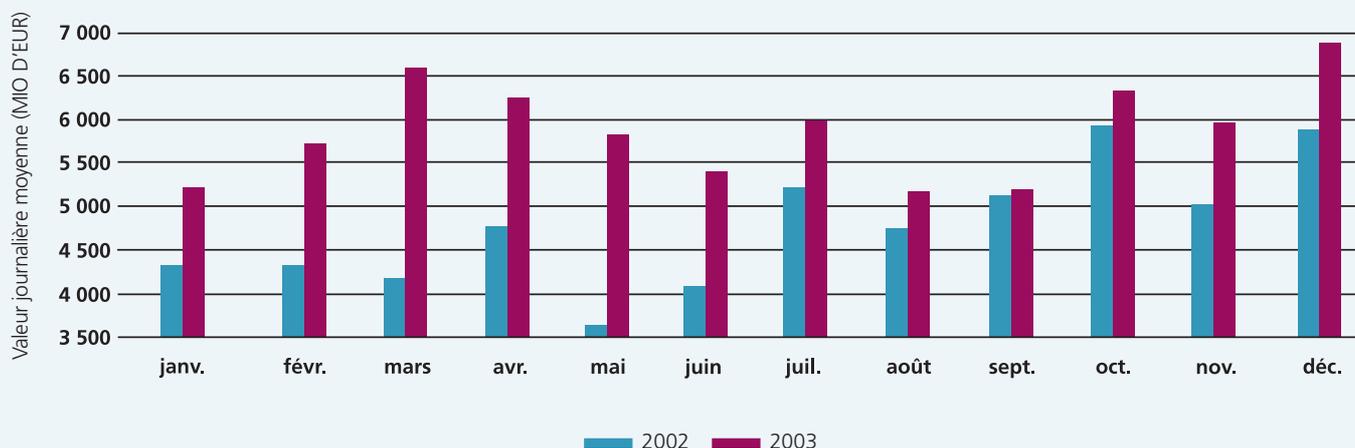
En 2003, les participants à LIPS-Gross ont échangé entre eux un total de 96 525 paiements (contre 81 749 en 2002) pour une valeur globale de 1 513 milliards d'euros (1 231 milliards en 2002). Par rapport à 2002, le volume a augmenté de 18% et la valeur échangée de 23%. La valeur moyenne par transfert se chiffre ainsi à 15,7 millions d'euros. En moyenne journalière, 379 paiements pour une valeur de 5,93 milliards d'euros passaient par LIPS-Gross. Le graphique suivant montre l'évolution du volume journalier des paiements sur base mensuelle.

GRAPHIQUE 13 : PAIEMENTS DOMESTIQUES : ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN



<sup>1</sup> Système de règlement brut en temps réel, Real Time Gross Settlement System (RTGS).

GRAPHIQUE 14 : PAIEMENTS DOMESTIQUES : ÉVOLUTION DE LA VALEUR JOURNALIÈRE MOYENNE EN MIO D'EUR

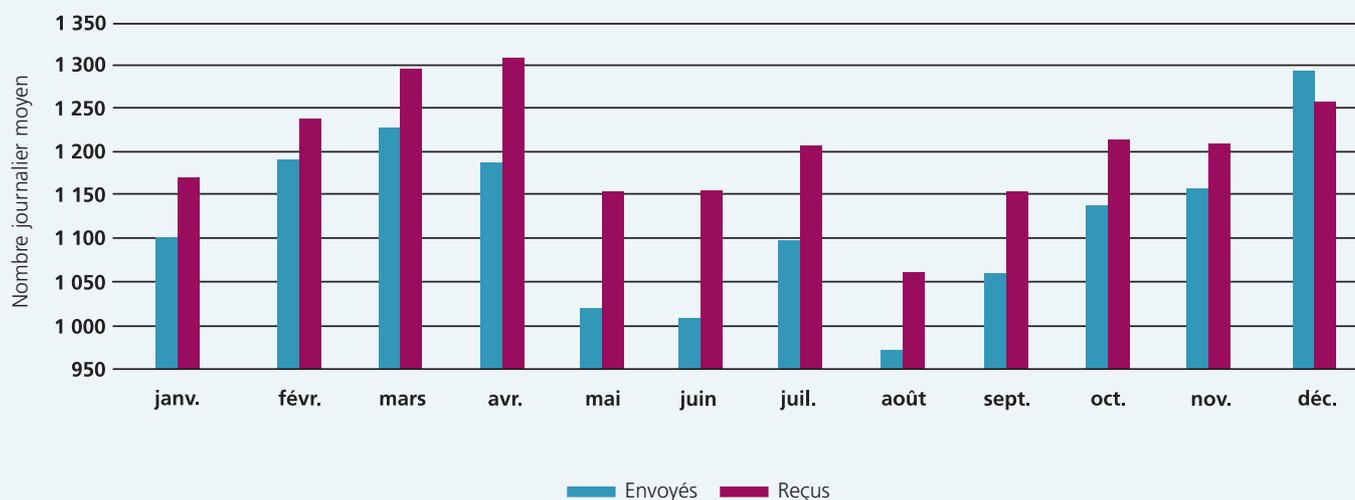


#### Paievements transfrontaliers

En 2003, les participants à LIPS-Gross ont envoyé 286 798 paiements dans les autres pays de l'UE (contre 265 757 paiements en 2002) pour une valeur totale de 3 242 milliards d'euros (contre 3 197 milliards d'euros en 2002). En contrepartie, ils ont reçu 307 246 paiements transfrontaliers (contre 297 862 paiements en 2002) pour un total de 3 254 milliards d'euros (contre 3 199 milliards d'euros en 2002). Le volume des paiements transfrontaliers a continué à augmenter en 2003, respectivement de 7,9% pour les paiements envoyés et de 3,2% pour les paiements reçus. La valeur des paiements échangés est restée plutôt stable.

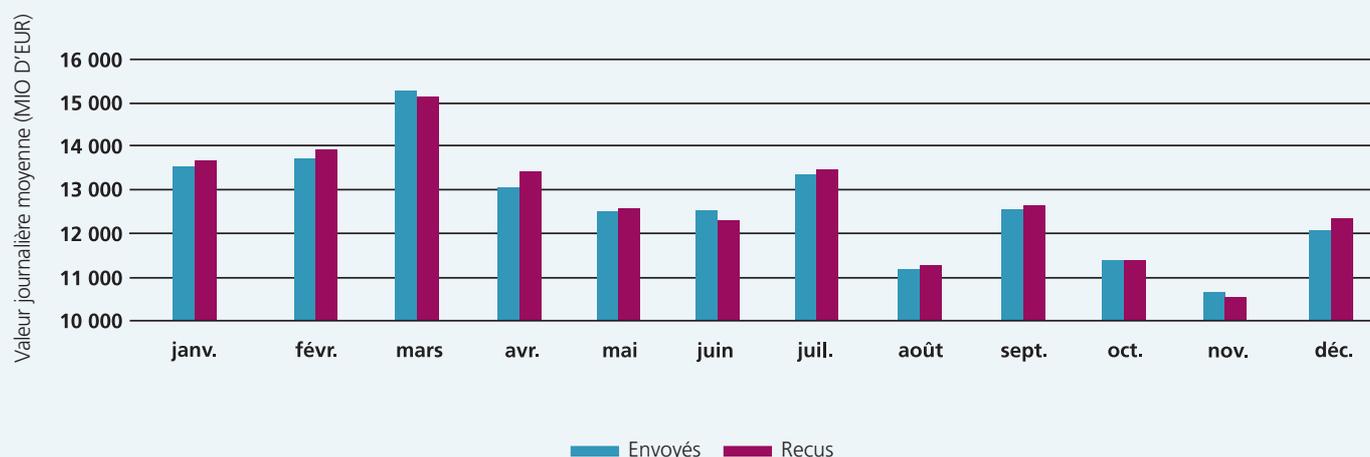
En raison de la plus forte croissance des paiements domestiques, la part des paiements transfrontaliers (entrants et sortants) dans l'ensemble des paiements traités dans LIPS-Gross a diminué à 86% (contre 87,3% en 2002) en volume et à 81,1% (contre 83,9%) en valeur. Les graphiques suivants illustrent l'évolution en moyenne journalière des paiements transfrontaliers en volume et en valeur. Ils confirment la tendance traditionnelle qui veut que les membres de RTGS-L reçoivent plus de paiements qu'ils n'en envoient.

GRAPHIQUE 15 : PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS : ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN



## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

GRAPHIQUE 16 : PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS : ÉVOLUTION DE LA VALEUR JOURNALIÈRE MOYENNE EN MIO D'EUR



En valeur, comme en 2002, la majorité des paiements transfrontaliers était exécutée avec l'Allemagne (43,6% contre 47,5% en 2002), suivie de la Belgique (14% contre 12,3% en 2002) et de la France (11,5% contre 10,5% en 2002). Au total, 69,1% de la valeur des paiements a été échangée avec nos pays voisins contre 70,3% en 2002. Les paiements avec le Royaume-Uni ont représenté 11,2% de la valeur totale et ceux avec l'Italie 4,8%.

En 2003, les banques luxembourgeoises recevaient au total 11,6 milliards d'euros de plus de l'étranger via TARGET qu'elles n'en envoyaient. En 2002, ce chiffre était de 1,3 milliards. Le fait que les systèmes CLS et EURO1 (ABE) font le règlement dans les livres de la BCE explique en grande partie l'importance de cette institution en tant que pourvoyeur de liquidités pour le système luxembourgeois. Les variations de volumes échangés avec l'Allemagne et avec l'Italie ont été les plus significatives.

### Chiffres agrégés des paiements domestiques et transfrontaliers

Le tableau suivant donne une vue globale de la moyenne journalière des volumes et valeurs de paiements échangés par année. Les volumes continuent à augmenter alors que les valeurs échangées n'ont guère évolué ces trois dernières années.

TABLEAU 3 : VOLUME DES PAIEMENTS EN MOYENNE JOURNALIÈRE

	Domestiques	Transfrontaliers envoyés	Transfrontaliers reçus	Total
<b>1999</b>	206	624	702	<b>1 532</b>
<b>2000</b>	240	809	973	<b>2 022</b>
<b>2001</b>	246	915	1 056	<b>2 217</b>
<b>2002</b>	320	1 053	1 159	<b>2 532</b>
<b>2003</b>	379	1 125	1 205	<b>2 709</b>

TABLEAU 4 : VALEUR (MIO D'EUR) DES PAIEMENTS EN MOYENNE JOURNALIÈRE

	Domestiques	Transfrontaliers envoyés	Transfrontaliers reçus	Total
<b>1999</b>	2 805	8 675	8 657	<b>20 137</b>
<b>2000</b>	3 937	11 069	11 044	<b>26 050</b>
<b>2001</b>	4 750	12 717	12 726	<b>30 193</b>
<b>2002</b>	4 830	12 539	12 569	<b>29 938</b>
<b>2003</b>	5 932	12 715	12 760	<b>31 407</b>

### LIPS-Gross par rapport aux autres systèmes connectés dans TARGET

En 2003, tous les systèmes RTGS nationaux pris ensemble exécutaient un total de 51,4 millions de paiements nationaux (contre 50,8 millions en 2002) pour une valeur de 283 871 milliards d'euros (contre 271 916 milliards d'euros en 2002). Avec 96 525 paiements nationaux pour un total de 1 513 milliards, le Luxembourg représentait 0,19% de ce volume ou 0,53% de cette valeur.

A ces chiffres s'ajoutent 15,2 millions de paiements transfrontaliers (13,7 millions de paiements en 2002) qui totalisaient 136 878 milliards d'euros (123 722 milliards d'euros en 2002) pour l'année entière. Ici, le Luxembourg contribuait pour 1,95% au volume et pour 2,37% à la valeur échangée.

### Disponibilité de TARGET

La disponibilité globale de TARGET est passée de 99,77% en 2002 à 99,79% en 2003. En moyenne sur les 5 années d'existence de TARGET, elle est de 99,64%.

Après 99,92% en 2002, la disponibilité de LIPS-Gross est passée à 99,74 % en 2003. Il est à noter que la disponibilité de LIPS-Gross était de 100% huit mois sur douze en 2001. En moyenne sur les 5 années d'existence de LIPS-Gross la disponibilité est de 99,59%.

### 2.6.2 L'évolution de la compensation interbancaire LIPS-Net

L'année 2003 a été une année particulière pour LIPS-Net en raison de l'entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> juillet 2003 de la réglementation<sup>2</sup> européenne qui requiert une harmonisation des tarifs domestiques et transfrontaliers pour les virements. Les modifications des tarifications des services de paiement résultant de l'entrée en vigueur de cette réglementation ont en effet engendré une baisse du volume des virements échangés entre banques à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2003. Néanmoins, le volume est resté globalement stable sur l'ensemble de l'année. Aucun changement n'est à signaler dans le nombre d'établissements connectés au réseau qui est resté stable à 13 au 31 décembre 2003.

Au niveau européen, 2003 a été l'année du démarrage du système de compensation pan-européen STEP2. Des réflexions vont être menées au niveau luxembourgeois afin d'étudier l'évolution de la compensation nationale dans le contexte de la "Single European Payments Area (SEPA)". Pour ce qui est de l'activité de LIPS-Net au cours de 2003, les principales informations sont reprises ci-après.

Pour ce qui est des volumes de paiements échangés, le nombre total des transactions a diminué de 1,9% en 2003 pour atteindre un total de 13,13 millions d'opérations. En revanche, les valeurs échangées en compensation ont sensiblement augmenté de 12,24% par rapport à 2002, portant ainsi la valeur totale échangée en 2003 à 54,06 milliards d'euros. En moyenne journalière, le volume des transactions s'est élevé à 53 376 opérations. Le volume le plus important a été enregistré le 2 décembre avec 119 360 opérations.

TABLEAU 5 :

	2002	2003	Variation
<b>Nombre de virements</b>	13 292 580	13 131 658	-1,21%
Valeur des virements (MIO D'EUR)	40 026	45 079	12,63%
Valeur moyenne par virement (EUR)	3 011	3 433	14,01%
<b>Nombre de chèques</b>	379 373	275 563	-27,36%
Valeur des chèques (MIO D'EUR)	3 334	3 182	-4,57%
Valeur moyenne par chèque (EUR)	8 788	11 545	31,38%
<b>Nombre de transactions relatives à la liquidation des cartes de débit</b>	17 938	21 841	21,76%
Valeur des transactions relatives à la liquidation des cartes de débit (MIO D'EUR)	4 803	5 800	20,74%
Valeur moyenne d'une opération de liquidation des cartes de débit (EUR)	194 893	267 775	37,40%
<b>Nombre total d'opérations</b>	<b>13 689 891</b>	<b>13 429 062</b>	<b>-1,91%</b>
<b>Valeur totale des opérations (MIO D'EUR)</b>	<b>48 163</b>	<b>54 060</b>	<b>12,24%</b>
<b>Valeur moyenne par opération (EUR)</b>	<b>3 518</b>	<b>4 026</b>	<b>14,42%</b>

<sup>2</sup> RÈGLEMENT (CE) No 2560/2001 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 19 décembre 2001 concernant les paiements transfrontaliers en euros.

## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

### Les virements

La croissance successive des volumes échangés des dernières années a fait place à une légère baisse du nombre de virements échangés en compensation. L'année 2003 est à scinder en 2 parties : le premier semestre a enregistré une hausse de 2,8% des virements échangés par rapport au premier semestre 2002, alors que le deuxième semestre 2003 accuse une baisse de 5,1% par rapport à la même période en 2002. Ce changement de tendance s'explique notamment par l'entrée en vigueur de la réglementation européenne relative à la tarification des virements au 1<sup>er</sup> juillet 2003. La valeur des virements enregistre en revanche une hausse de 12,6%.

### Les chèques

Concernant le volume des chèques échangés, la nette tendance à la baisse constatée depuis la disparition de la garantie Eurochèque en 2001 s'est poursuivie (-27,36% par rapport à 2002).

En ce qui concerne la valeur des chèques, elle diminue également mais dans une moindre mesure (-4,57%). La valeur moyenne des chèques échangés en compensation est passée de 8 788 euros à 11 545 euros.

### Les opérations par cartes de débit et de crédit

En mai 2003, la liquidation des soldes de cartes de crédit a été intégrée au système de compensation qui traitait déjà les cartes de débit. En conséquence, les opérations de règlement de soldes entre émetteurs de cartes ont sensiblement augmenté en 2003.

Par opposition aux opérations de paiements clientèle que sont les virements et les chèques, ces opérations de règlement interbancaire sont peu nombreuses (1% du volume), mais représentent une part non négligeable des valeurs échangées en compensation (11%).

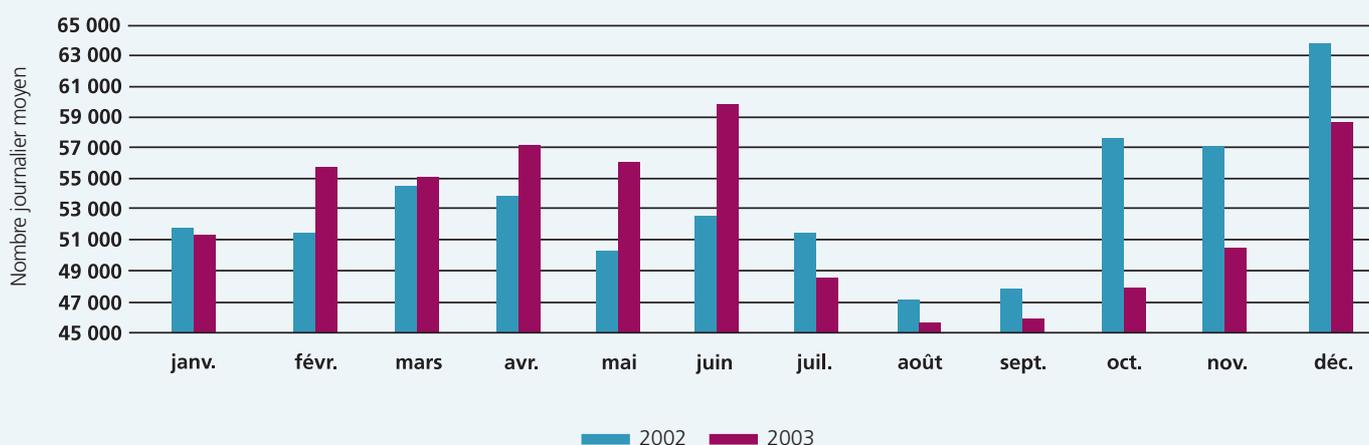
### 2.6.3 Le cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème

#### 2.6.3.1 La liste des titres éligibles

Toutes les opérations de crédit de la BCE et des banques centrales nationales sont effectuées "sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts"<sup>1</sup>. Par conséquent chaque contrepartie de l'Eurosystème présente des titres en garantie de ses crédits auprès d'une banque centrale de l'Eurosystème. Ces titres doivent être conformes à des critères d'éligibilité définis par l'Eurosystème.

L'Eurosystème a établi une distinction entre deux catégories d'actifs éligibles en tant que garantie aux opérations de crédit. Le niveau 1 est constitué de titres de créance qui satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par l'Eurosystème. Le niveau 2 est constitué d'actifs complémentaires, qui sont particulièrement importants pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux.

GRAPHIQUE 17 : VIREMENTS : ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN



<sup>1</sup> Article 18 des statuts du SEBC et de la BCE ; article 22 de la loi organique relative à la BCL.

Afin d'améliorer davantage son dispositif de garanties, l'Eurosystème prépare la mise en œuvre progressive d'une liste unique de garanties éligibles pour l'ensemble de la zone euro. La majorité des banques ont, en répondant à une consultation menée par l'Eurosystème, soutenu ce projet. Telle était également la position des contreparties luxembourgeoises. Une première mesure prise dans ce contexte de liste unique est l'exclusion des *out collateral* de la liste des titres éligibles pour les opérations de crédit intra-journalier dans TARGET. Les *out collateral* sont des titres éligibles en dépôt dans un pays de l'Union européenne, mais émis dans un pays ne faisant pas partie de la zone euro.

L'Eurosystème ne prendra de décisions relatives à la composition de la liste unique qu'après une analyse approfondie de différents critères, tels que le cadre juridique, les risques liés à chaque catégorie d'actifs, les besoins des contreparties, ou encore les procédures à mettre en œuvre pour une administration efficace de chaque catégorie de garantie.

#### 2.6.3.2 L'utilisation des systèmes de règlement des opérations sur titres par l'Eurosystème

##### Sélection des dépositaires<sup>2</sup> éligibles sur le plan domestique

La notion de "sûreté appropriée"<sup>3</sup> a également conduit l'Eurosystème à procéder à une évaluation des dépositaires de titres utilisés dans le cadre des opérations de politique monétaire.

##### Utilisation transfrontalière des garanties

A côté des titres domestiques éligibles, liquidés via le dépositaire national (Clearstream Banking Luxembourg - CBL - pour les contreparties luxembourgeoises), toutes les contreparties de l'Eurosystème peuvent obtenir des fonds auprès de leur banque centrale en utilisant des actifs émis dans un dépositaire situé dans un autre Etat membre de l'UE. Le SEBC prévoit deux façons d'utiliser de manière transfrontalière les garanties<sup>4</sup>. Les contreparties peuvent utiliser

- le MBCC<sup>5</sup> ; et
- des liens établis entre des systèmes de règlement-titres.

Ces liens rendent disponibles dans un système de règlement-titres d'un pays de l'UE donné des titres émis dans un système d'un autre pays de l'UE, grâce à des comptes bilatéraux que les deux systèmes entretiennent entre eux. Pour pouvoir être utilisés dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème, les liens doivent être approuvés par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Ainsi, les liens, tout comme les dépositaires nationaux, sont évalués d'après des standards élaborés par l'Eurosystème. Une banque luxembourgeoise peut donc donner en gage à la BCL sur son compte auprès de CBL des titres éligibles émis dans Clearstream Banking A.G. Frankfurt, Euroclear, la Banque nationale de Belgique, Monte Titoli (Italie), VP (Danemark), OeKB (Autriche), et Euroclear Netherlands (Pays-Bas).

#### 2.6.4 Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)

Dans le cadre du MBCC, chaque banque centrale intervient pour le compte des autres banques centrales en qualité de conservateur des titres détenus auprès du dépositaire national. Cette procédure fait intervenir d'un côté une banque centrale appelée banque centrale correspondante (BCC) différente de celle qui accorde le crédit à la contrepartie. La BCC détient le compte auprès du dépositaire dans lequel sont enregistrées les garanties déposées. De l'autre côté, la banque centrale du pays d'origine, BCPO, accorde le crédit à sa contrepartie sur base des confirmations reçues par la BCC.

Au départ le MBCC était conçu comme une procédure temporaire pour suppléer à la segmentation du marché des capitaux européens. Comme il a rencontré un succès non démenti auprès des contreparties et comme il demeure le canal principal pour la mobilisation transfrontalière des garanties, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer le MBCC jusqu'en 2007. De plus, l'efficacité du système devrait être améliorée par la décision de limiter le temps de traitement à maximum une heure pour chaque opération (cette décision prendra effet en 2004).

L'utilisation du MBCC en 2003 à travers la zone euro est restée très disparate. Les BCC les plus sollicitées en tant que correspondants sont l'Italie (23%), le Luxembourg (20%), la Belgique (16%) et l'Allemagne (13%).

<sup>2</sup> Un dépositaire est un établissement qui opère un système de règlement des opérations sur titres.

<sup>3</sup> Mentionnée à l'article 18 du Traité.

<sup>4</sup> Le terme utilisé en anglais est *cross-border use of collateral*.

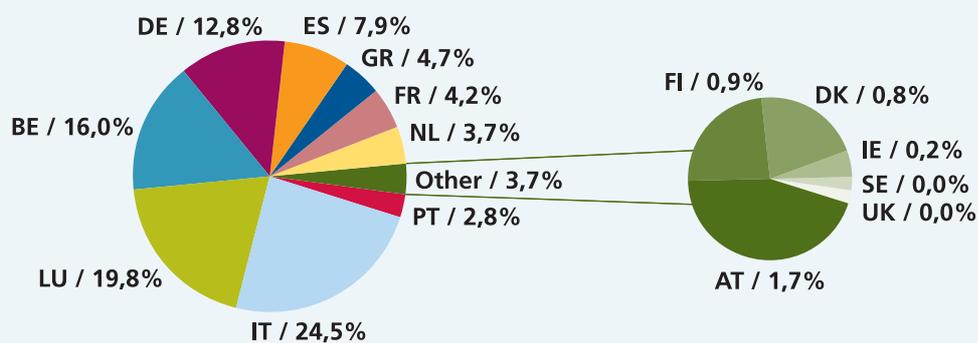
<sup>5</sup> Modèle de Banques Centrales Correspondantes (*Correspondent Central Banking Model*, CCBM), voir 2.6.4 ci-dessous.

## 2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

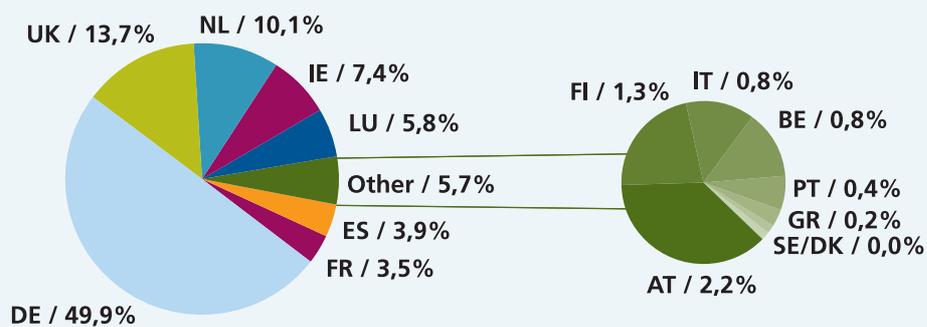
Les BCPO les plus actives sont celles de l'Allemagne (51%), du Royaume-Uni (14%), des Pays-Bas (10%), d'Irlande (7%) et du Luxembourg (6%).

L'utilisation transfrontalière des titres du niveau 2 reste marginale.

GRAPHIQUE 18 : BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE - BCC 2003



GRAPHIQUE 19 : BANQUE CENTRALE DU PAYS D'ORIGINE - BCP 2003



### 2.6.5 Le *Night Time Link* avec Clearstream

La procédure *Night Time Link* (NTL) est un service complémentaire, elle a été introduite par la BCL et CBL en 2002. Cette procédure permet aux banques luxembourgeoises d'améliorer l'utilisation des fonds et des titres déposés auprès de la BCL tout en augmentant la sécurité financière des liquidations-titres exécutées au cours de la nuit par CBL.

La procédure NTL est subdivisée en 2 parties :

1. Le client de CBL peut utiliser les fonds auquel il a droit auprès de la BCL (garanties et liquidités) pour garantir le crédit que CBL lui accorde lors des processus de *clearing* qui se déroulent la nuit. La garantie est établie par la BCL en faveur de CBL au nom du client.
2. A la clôture des processus de nuit, le remboursement des crédits accordés par CBL est effectué automatiquement par la BCL au nom du client.

La BCL considère que le NTL, en offrant de nouvelles possibilités de garanties au monde bancaire, contribue à augmenter la sécurité des transactions sur titres. En outre, la procédure offre aux banques l'opportunité d'une gestion plus centralisée de leurs liquidités.





## 3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

### 3.1 L'activité au niveau du Fonds monétaire international (FMI) et d'autres organisations internationales

La BCL traite les opérations financières du Luxembourg vis-à-vis du FMI. A cet égard, elle détient les avoirs et les engagements du Luxembourg envers le FMI au titre du compte général et du compte de droits de tirage spéciaux (DTS). En date du 31 décembre 2003, la quote-part du Luxembourg, reprise intégralement dans le bilan de la BCL, s'élevait à DTS 279,1 millions. A cette même date, la position de réserve (différence entre la quote-part totale du Luxembourg auprès du FMI et les avoirs en euros détenus par le FMI auprès de la BCL) représentait 43,1% de la quote-part du Luxembourg.

Le budget opérationnel du FMI détermine trimestre par trimestre les monnaies à mettre à disposition de ses membres et la répartition des remboursements entre ses membres. Ainsi, au cours de l'année 2003, la BCL a octroyé des crédits pour un montant de 40,7 millions d'euros et s'est vue rembourser la somme de 21,6 millions d'euros.

A la fin de l'année 2003, le Luxembourg détenait 48,9% de son allocation de DTS (contre 39,6% en 2002) suite à l'accumulation des intérêts nets reçus sur les comptes en DTS et sur la position de réserve. En date du 31 décembre 2003, le montant inscrit au compte DTS s'élevait à DTS 8,3 millions.

La BCL a également participé à certains groupes de travail au sein de l'OCDE et de la BRI. A cet égard, elle s'est concentrée sur les travaux du Comité des marchés financiers (CMF) de l'OCDE et du Comité sur le système financier mondial (CGFS) de la BRI.

### 3.2 L'activité au niveau européen

#### 3.2.1 L'élargissement de l'Union européenne

Le traité d'adhésion entre les Etats membres de l'Union européenne et 10 pays candidats à l'adhésion a été signé le 16 avril 2003. Il entre en vigueur le 1<sup>er</sup> mai 2004.

Dans les pays adhérents, la ratification s'est faite sur base de référendums, à l'exception de Chypre.

Dès la signature du traité d'adhésion les gouverneurs de ces 10 pays ont toutefois pu participer aux réunions du Conseil général de la BCE, en qualité d'observateurs. Par ailleurs, à compter de la même date les représentants des banques centrales des pays d'accession ont pu être associés aux réunions des comités SEBC, en composition élargie en qualité d'observateurs.

#### 3.2.2 Projet de Constitution européenne

Le 19 septembre 2003, le Conseil des gouverneurs de la BCE a rendu un avis<sup>1</sup> sur le projet de Traité établissant la Constitution de l'Europe dans le cadre de la Conférence inter-gouvernementale (CIG) convoquée par la présidence italienne. La CIG a pour base le projet de Constitution établi par la Convention en juillet 2003. Dans son avis, la BCE accueille favorablement cette nouvelle Constitution. Il importe que le Traité soit simplifié, que le statut institutionnel de l'Union soit clarifié et que la capacité d'agir de celle-ci à l'intérieur comme à l'extérieur soit renforcée.

La Constitution ne prévoit pas de changements importants d'ordre institutionnel affectant l'Union monétaire dont le dispositif est repris dans les parties I et III de la Constitution. Dans son avis, la BCE insiste pour que l'objectif de stabilité des prix soit mentionné parmi les objectifs fondamentaux de l'Union<sup>2</sup>.

Par ailleurs, dans la mesure où la BCE acquiert un statut d'"autre institution" à côté des trois institutions principales (Parlement, Conseil, Commission), la BCE propose de consacrer l'indépendance financière des BCN, et pas seulement de la BCE, ainsi que de formaliser le concept de l'Eurosystème. En effet, l'acronyme SEBC utilisé dans le Traité correspond à deux acceptations distinctes, l'une visant l'ensemble formé par la BCE et les BCN de tous les Etats membres de l'Union, l'autre, et c'est l'essentiel, étant constitué de la BCE et des BCN des pays participant à la zone euro.

<sup>1</sup> Conformément à l'article 48 du Traité.

<sup>2</sup> Partie I de la Constitution.

## 3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

Dans un avis complémentaire, la BCE a aussi formulé des suggestions pour l'adaptation du Statut SEBC / BCE qui devrait être, comme jusqu'à présent, une annexe du Traité, et donc dorénavant de la Constitution. La CIG n'a pu aboutir sous présidence italienne en 2003.

### 3.2.3 Modification des Statuts du SEBC et de la BCE

Tel qu'annoncé dans le Rapport annuel 2002 de la BCL, le Conseil européen, réuni au niveau des Chefs d'Etat ou de Gouvernement, statuant à l'unanimité sur recommandation de la BCE, a modifié l'Article 10.2 des Statuts du SEBC et de la BCE<sup>1</sup>. Le but de cette modification est de préserver la capacité du Conseil des gouverneurs à prendre efficacement et rapidement les décisions dans une zone euro élargie. A partir du moment où le nombre de pays membres de la zone euro atteindra 16, un système de rotation du droit de vote entre les gouverneurs des BCN siégeant au Conseil des gouverneurs est prévu. Ce système tient compte de cinq principes fondamentaux à savoir, (1) une voix par membre, (2) participation à titre personnel, (3) représentativité, (4) automaticité et solidité et enfin (5) transparence. Les gouverneurs seront alors répartis en deux groupes, puis à partir du moment où leur nombre excèdera 22, en trois groupes. Le critère de répartition est fondé sur un indicateur à deux composantes :

- la part dans le PIB total au prix du marché des Etats membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation et
- la part dans le bilan agrégé total des institutions financières monétaires (IFM) des Etats membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation.

Cette deuxième composante, particulièrement importante pour le Luxembourg, répond à la nécessité de prendre en compte l'importance respective du secteur financier des Etats membres pour la prise de décisions monétaires. Une pondération de 5/6 est attribuée au PIB au prix du marché et de 1/6 au bilan agrégé total des IFM. L'amendement entrera en vigueur après ratification dans les Etats membres.

Au Luxembourg, la décision du Conseil du 21 mars 2003 a été approuvée par la loi du 16 mars 2004 portant approbation de la décision du Conseil, réuni au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement du 21 mars 2003 relative à une modification de l'article 10.2 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, telle que publiée au Mémorial, Recueil de législation, A, n.33, page 450 du 16 mars 2004.

<sup>1</sup> Cette décision a été publiée au Journal Officiel L83 du 1<sup>er</sup> avril 2003.

## 3.3 L'activité au niveau national

### 3.3.1 L'actualité législative

#### 3.3.1.1 La titrisation

Le 2 septembre 2003, le Ministre du Trésor et du Budget a déposé à la Chambre des Députés un projet de loi relative à la titrisation et portant modification de diverses lois.

L'exposé des motifs indique que ce projet vise à doter le Luxembourg d'une loi visant la création d'un "cadre juridique propice au développement de la titrisation d'actifs à partir du Luxembourg".

Le projet adopte une vision résolument progressiste ; il ouvre très largement le champ des actifs titrisables à tous "risques liés à la détention de tous biens, mobiliers, immobiliers, corporels ou incorporels ainsi que ceux résultant d'engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers". Il permet que les sociétés actives en matière de titrisation prennent la forme de sociétés (dont le statut est calqué sur les fonds d'investissement) ou de fonds de titrisation, sans personnalité juridique. Ces sociétés ou fonds peuvent par ailleurs créer des compartiments et se "recharger", de manière à pouvoir émettre en continu des titres, représentant des portefeuilles d'actifs ou de risques, acquis successivement. En outre, le projet de loi accrédite toutes les techniques utilisées par les investisseurs internationaux afin d'améliorer la notation des titres émis dans le cadre de l'opération de titrisation, telles que les techniques de *credit enhancement* (rehaussement de crédit). Le projet de loi permet également au véhicule de titrisation de recourir à l'emprunt.

Le projet de loi entend toutefois contre-balancer cette ouverture par une sécurité accrue. A cette fin, il :

- met en place des règles visant à assurer l'imperméabilité du véhicule de titrisation à toute mesure de faillite, qui pourrait toucher l'*originator* (le cédant) ;
- requiert que les titres soient détenus auprès d'une institution de crédit agréée ;
- crée l'institution du représentant fiduciaire ; et il
- organise l'éventuelle liquidation du véhicule de titrisation.

Ce projet a fait l'objet d'un avis de la BCE, à la rédaction duquel la BCL a contribué. Tout en accueillant favorablement ce projet, la BCE souligne l'importance dans ce projet des règles assurant la protection des investisseurs et le contrôle des risques.

Dans cette perspective, la BCE recommande tout d'abord de préciser certains concepts utilisés dans ce projet (tels les concepts de valeurs mobilières, titres de créances, investisseurs).

La BCE suggère aussi de spécifier clairement les informations devant être communiquées aux investisseurs, notamment relatives aux risques afférents aux opérations de titrisation en cause. La BCE conseille en outre de clarifier les conditions et l'étendue du contrôle exercé par la CSSF sur ces opérations. Dans la perspective de l'utilisation éventuelle des titres résultant d'opérations de titrisation en tant qu'actifs éligibles pour les opérations de politique monétaire, la BCE recommande par ailleurs la communication d'informations par les autorités prudentielles aux banques centrales nationales. La BCE préconise enfin l'ajout d'un article dans le projet afin de permettre à la BCL de collecter des informations statistiques sur les opérations de titrisation. La BCL suit ce dossier, en particulier les conséquences de l'avis de la BCE.

### 3.3.1.2 Les garanties financières

Le 25 novembre 2003 est intervenu le dépôt à la Chambre des Députés du projet de loi ayant pour objet de transposer en droit national la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière (ci-après désignée par "la Directive").

Les activités de la Banque centrale du Luxembourg se trouvent directement affectées par ledit projet de loi. En effet, la Banque centrale du Luxembourg conditionne l'octroi de crédits à l'occasion des opérations de politique monétaire ainsi que de crédits intrajournaliers dans le cadre des systèmes de paiement, à la remise de sûretés appropriées sous la forme de garanties financières.

Trois objectifs spécifiques ont été assignés au projet de loi. Il s'agit (i) de regrouper tous les contrats de garantie financière en un texte unique, (ii) de maintenir l'acquis de la législation nationale dans la mesure où elle va au-delà du minimum imposé par la Directive et (iii) d'instituer un niveau de sécurité et de solidité juridiques équivalent pour les différents types de contrats de garantie financière.

Le projet de loi regroupe un certain nombre de textes particuliers actuellement en vigueur. Ainsi, la loi du 21 décembre 1994 sur la mise en pension et la loi du 1<sup>er</sup> août 2001 sur le transfert de propriété à titre de garantie sont intégralement reprises dans le projet de loi. Le projet de loi incorpore, par ailleurs, des dispositions spécifiques relatives au nantissement d'avoirs du Code de commerce, l'article 9 de la loi du 1<sup>er</sup> août 2001 concernant la circulation des titres et autres instruments fongibles, ainsi que l'article 61-1 de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Le projet de loi introduit de nouveaux concepts caractéristiques de la matière. Il s'agit, tout d'abord, de la notion d'"avoirs" qui couvre à la fois les "instruments financiers" et les "créances", et, ensuite, celle de "professionnels de la finance" qui vise à la fois les professionnels couverts par la Directive, ainsi que ceux figurant dans les textes actuellement en vigueur, dans la mesure où ils ne sont pas cités dans la Directive.

Tel qu'imposé par la Directive, le projet de loi supprime l'exigence de la mise en demeure préalable à l'exécution du gage et introduit aussi la possibilité pour le créancier gagiste de procéder à une vente de gré à gré des instruments financiers, les ventes publiques devant être gérées par la bourse.

La règle de conflit de loi de la Directive est transposée fidèlement par le projet de loi qui prévoit que pour les aspects réels des garanties financières portant sur des instruments financiers transmissibles par inscription en compte, la loi applicable est celle du lieu de situation du compte pertinent.

Le projet de loi n'exerce aucune des trois options contenues dans la Directive.

Le projet de loi reconnaît expressément le droit de rétention - conséquence de la mise en possession - du créancier gagiste et institue un aménagement de l'article 67 (3) de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, ainsi que de l'article 195 de la loi précitée, en permettant aux parties de prévoir que le possesseur des actions ou parts pourra assister aux assemblées et y voter aux lieux et places du propriétaire.

A l'instar de ce qui existe en droit belge, le projet de loi élargit le privilège des systèmes de règlement des opérations sur titres en complétant l'article 17 de la loi sur la circulation des titres et autres instruments fongibles. Ainsi, à côté du privilège portant sur les avoirs propres du participant, le système disposera d'un privilège qui couvre les avoirs des clients des participants en rapport avec les transactions effectuées au bénéfice de ces clients.

Enfin, le projet de loi, d'une part, donne un régime juridique clair aux gages de rang inférieur, et, d'autre part, établit un régime juridique pour la mise en gage de parts de société à responsabilité limitée, ainsi qu'un régime juridique des contrats de garantie financière ayant pour objet des créances de sommes d'argent.

## 3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

### 3.3.2 Les Comités BCL

La BCL anime un certain nombre de comités qu'elle a créés. Ces comités sont :

[Le Comité Informatique](#)

[Le Comité des Juristes](#)

[Le Comité Monnaie fiduciaire](#)

[Le Comité des opérations de marché](#)

[Le Comité Statistique](#)

[Le Comité Systèmes de Paiement et de Règlement-Titres \(CSPRT\)](#)

[La Commission consultative balance des paiements](#)

[La Commission consultative statistiques monétaires et financières](#)

### 3.3.3 Les actions de formation de la BCL

La BCL est l'un des sept actionnaires de l'Agence de Transfert de Technologie Financière (ATTF) et est représentée à son conseil d'administration. L'ATTF propose à des pays émergents définis par le gouvernement luxembourgeois des programmes de formation ainsi que du conseil en matière bancaire et financière. En outre, l'ATTF participe aux efforts de promotion de la Place financière. Dans le cadre des séminaires de l'ATTF, des agents de la BCL ont fait des présentations pour des banquiers et des responsables venant notamment d'Egypte, du Laos, de l'Ouzbékistan et du Vietnam.

### 3.3.4 Les manifestations extérieures

#### [Pierre Werner Lecture](#)

Dans le cadre des célébrations de son 5<sup>e</sup> anniversaire, la Banque a organisé pour la première fois la *Pierre Werner Lecture*. Le 21 octobre 2003, M. Hans Tietmeyer, ancien Président de la Bundesbank, s'est exprimé sur le sujet "*From the Werner report to the euro*".



### 3.4 La communication de la BCL

En 2003, la BCL a publié une nouvelle brochure destinée au grand public présentant son organisation et ses missions. Cette brochure a été présentée aux membres des Commissions nationales des programmes des formations administratives et commerciales et des sciences économiques des lycées luxembourgeois. Elle a été distribuée aux étudiants des classes des deux dernières années de lycée classique et technique au Luxembourg.

#### Les Bulletins périodiques

En 2003, la BCL a diffusé trois bulletins (n° 2003/1, 2003/2 et 2003/3). Outre les messages d'actualité et les rapports économiques et financiers sur l'économie européenne et luxembourgeoise, les bulletins de la BCL ont fourni en 2003 des analyses ayant pour titre :

- "Introduction d'une enquête sur le crédit bancaire au Luxembourg" ;
- "L'inadéquation entre l'offre et la demande sur le marché de l'emploi luxembourgeois" ;
- "Politique monétaire et rigidités" ;
- "La règle de Taylor : présentation et application pour la zone euro et pour le Luxembourg" ;
- "Les taux d'intérêts de détail sur la place de Luxembourg tels que recensés par la mise en place d'une enquête mensuelle" ;
- "Les taux de change effectifs en tant qu'indicateurs de compétitivité" ;
- "La situation budgétaire de l'assurance maladie-maternité".

#### Les cahiers d'études

Les cahiers d'études de la BCL contribuent à présenter les résultats de recherche, par leurs auteurs respectifs. Cinq cahiers d'étude ont été publiés sur les thèmes suivants :

- "*The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective: the case of Luxembourg*" (cahier d'études n° 6) ;
- "*The analysis of risk and risk mitigation techniques in payment and securities settlement systems and the impact on central bank's oversight*" (cahier d'études n° 7) ;
- "*What to expect of the euro? Analysing price differences of individual products in Luxembourg and its surrounding regions*" (cahier d'études n° 8) ;

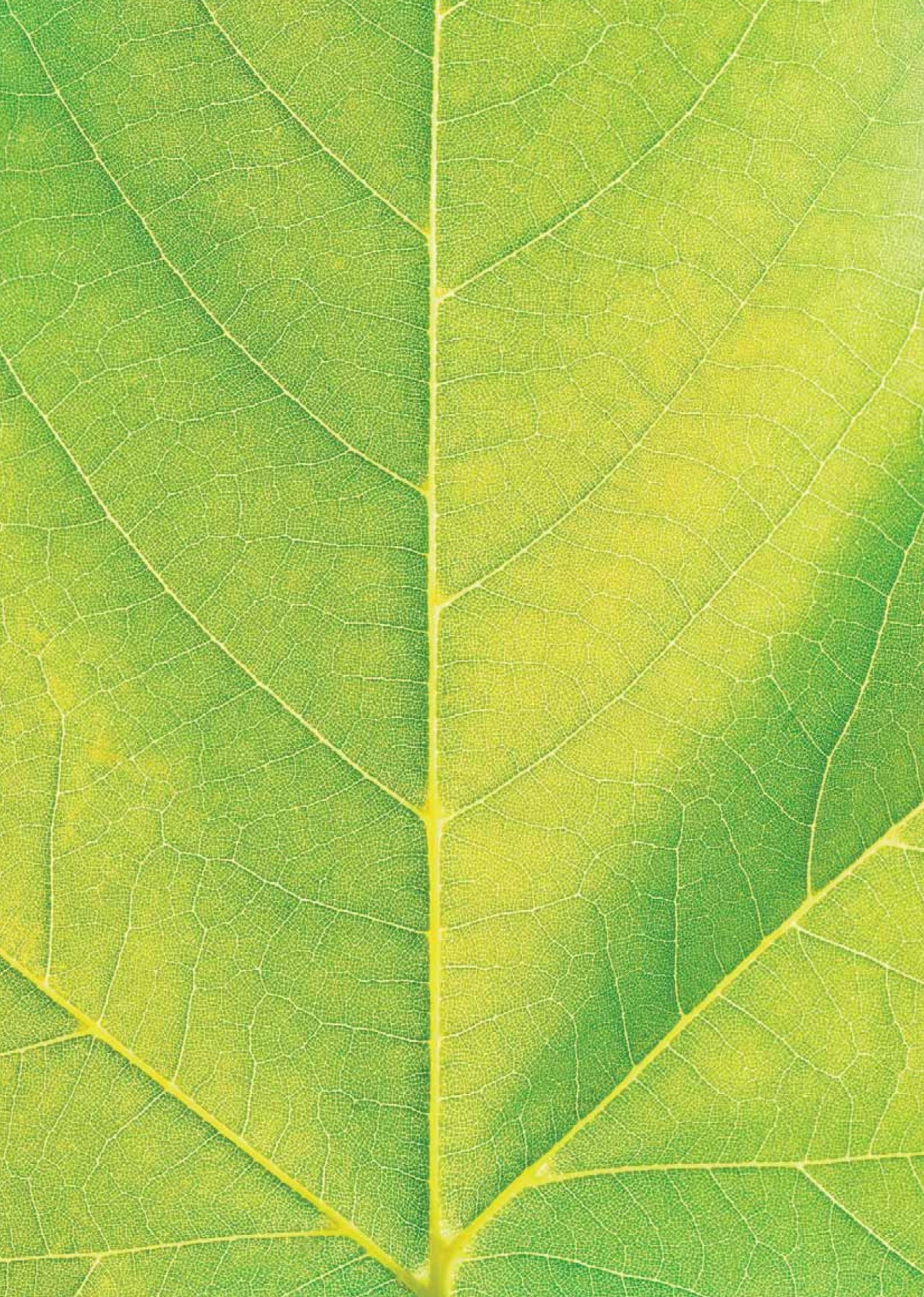
- "Règle de Taylor : estimation et interprétation pour la zone euro et pour le Luxembourg" (cahier d'études n° 9) ;
- "Nouveaux instruments de paiement : une analyse du point de vue de la Banque centrale" (cahier d'études n° 10).

#### Site Internet

Le site Internet [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) est un outil d'information et de diffusion complémentaire aux autres canaux de communication de la BCL. A l'heure actuelle, le site s'adresse surtout aux professionnels (banquiers, économistes, statisticiens, chercheurs,...), mais aussi aux étudiants universitaires. Le site contient des informations d'actualité ainsi que des informations sur l'organisation de la Banque et ses services. Une nouvelle version du site, plus ouverte au grand public, sera mise en ligne en 2004.

**Toutes les publications de la BCL peuvent être consultées et téléchargées sur le site [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) ou obtenues en format papier auprès de la BCL et ce dans la limite des stocks disponibles.**





## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### 4.1 L'organisation de la BCL

#### 4.1.1 Le Conseil

##### 4.1.1.1 Le Conseil

Les compétences du Conseil de la Banque sont définies à l'article 6 de la loi du 23 décembre 1998. La composition du Conseil de la BCL en 2003 était la suivante :

- Président : Yves Mersch
- Membres : Andrée Billon  
Jean Hamilius  
Pit Hentgen  
Mathias Hinterscheid  
Serge Kolb  
Patrice Pieretti  
Nico Reyland  
Michel Wurth



De haut en bas et de gauche à droite : Pit Hentgen, Jean Hamilius, Nico Reyland, Patrice Pieretti, Michel Wurth, Mathias Hinterscheid, Andrée Billon, Serge Kolb, Yves Mersch

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Au cours de l'année 2003, le Conseil a tenu cinq réunions.

- Dans le cadre du **suivi de la situation financière de la Banque**, le Conseil a approuvé les comptes financiers au 31 décembre 2002, les axes budgétaires et subséquemment le budget pour l'exercice financier 2004. Dans sa réunion du 9 mai 2003, le Gouvernement en Conseil a décidé d'accorder décharge aux organes de la Banque pour l'exercice financier 2002. Le Conseil a proposé au Gouvernement la nomination du réviseur aux comptes et procédé à la nomination des membres du Comité d'audit pour l'exercice 2004. Le Conseil a également contribué à l'établissement du présent rapport annuel.
- En ce qui concerne **la politique d'affaires de la Banque**, le Conseil a par ailleurs décidé la prise en charge par la BCL de la frappe des pièces en euros, activité assurée auparavant par la Trésorerie de l'Etat. La Convention préexistante signée entre la BCL et la Trésorerie a ainsi été amendée en date du 10 avril 2003 avec effet au 1<sup>er</sup> mai 2003. Le Conseil a donné mandat à la Direction de la Banque de mettre en place une politique commerciale et un cadre organisationnel en vue de promouvoir la commercialisation de produits numismatiques. Le Conseil a également décidé de développer la gestion des avoirs propres de la BCL et de développer l'offre de services de la BCL en matière de gestion des avoirs à des tiers. Le Conseil a marqué son accord pour la participation de la BCL à la future plate-forme partagée de TARGET 2, successeur de l'actuel système TARGET 1, système de paiement de masse au niveau européen.
- Dans le cadre du **suivi de l'organisation générale de la Banque**, le Conseil a approuvé l'organigramme du personnel de la Banque et marqué son accord pour une stratégie de formation de la Banque, fondée sur une coopération au niveau national et international, afin de permettre à la BCL d'offrir son savoir-faire (entre autres, en matière de politique monétaire et de systèmes de paiement) à la Place financière et d'asseoir l'image de marque de la Banque.
- En tant qu'**observateur des missions du SEBC**, le Conseil a régulièrement observé et commenté l'évolution économique et financière nationale et internationale et a été tenu au courant des décisions prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

### 4.1.1.2 Le Comité d'audit

Le Comité d'audit a été créé par le Conseil le 13 décembre 2001. Il a pour objet d'assister le Conseil dans l'exercice de ses missions dans le cadre de l'approbation des comptes financiers<sup>1</sup> et dans les travaux du réviseur aux comptes de la BCL<sup>2</sup>.

Le Comité a un rôle de préparation et ne prend pas de décisions. Il fait rapport au Conseil sur ses travaux. Il est composé de 3 membres non exécutifs du Conseil, nommés par le Conseil, et du Président du Conseil, membre de plein droit. Les membres sont nommés pour un mandat d'un an renouvelable. Le Comité peut associer à ses travaux le responsable de l'audit interne et le réviseur aux comptes de la Banque. Chaque membre du Conseil a le droit de se faire inviter.

Présidé par un de ses membres non exécutifs, le Comité d'audit a les missions suivantes :

- il assiste le Conseil dans le choix du réviseur aux comptes à proposer au Gouvernement ;
- outre le mandat légal du réviseur aux comptes, le Comité assiste le Conseil dans la détermination de l'étendue des vérifications spécifiques éventuelles à accomplir par le réviseur aux comptes<sup>3</sup> ;
- en vue d'assister le Conseil dans l'analyse des rapports émis par le réviseur aux comptes, il est informé du programme d'audit de ce dernier ;
- il est informé du plan d'audit interne en vue d'assister le Conseil dans l'examen du rapport d'activité de l'audit interne ;
- il est informé du suivi des recommandations du réviseur aux comptes et de l'audit interne.

Le Comité se réunit au moins trois fois par an. Le soutien logistique nécessaire aux tâches du Comité est assuré par la BCL. Au cours de l'année 2003, le Comité a tenu 4 réunions. Lors de sa réunion du 11 décembre 2003, le Conseil a renouvelé le mandat des membres non exécutifs du Comité d'audit, MM. Jean Hamilius, Pit Hentgen et Nico Reyland, pour l'exercice 2004.

Dans le cadre de ses travaux, le Comité a procédé à l'examen de l'appel d'offres portant sur la sélection d'un nouveau réviseur externe pour l'audit des comptes financiers de la BCL à partir de l'exercice 2004.

<sup>1</sup> Articles 6 (c) et 29 (1) de la Loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg

<sup>2</sup> Articles 6 (f) et 16 *ibid.*

<sup>3</sup> Article 16 *ibid.*

#### 4.1.2 La Direction

La Direction est l'autorité exécutive supérieure de la BCL. Elle élabore les mesures et prend les décisions requises pour l'accomplissement des missions de la BCL.

La Direction comprend le Directeur général et deux Directeurs. Les trois membres de la Direction sont nommés par le Grand-Duc, sur proposition du Gouvernement en Conseil pour une période de six ans et les nominations sont renouvelables (art.12). Les salaires des membres de la Direction sont fixés par rapport au grade 18 de la rubrique I "Administration générale" de l'annexe A "classification des fonctions" pour les Directeurs et au grade S1 de la rubrique VI "Fonctions à indice fixe", pour le Directeur général. Outre le salaire de base, ils disposent d'une indemnité de représentation qui est fixée à 131 points indiciaires (valeur employé) pour les Directeurs et à 122 points indiciaires (valeur employé) pour le Directeur général.

Directeur général : Yves Mersch

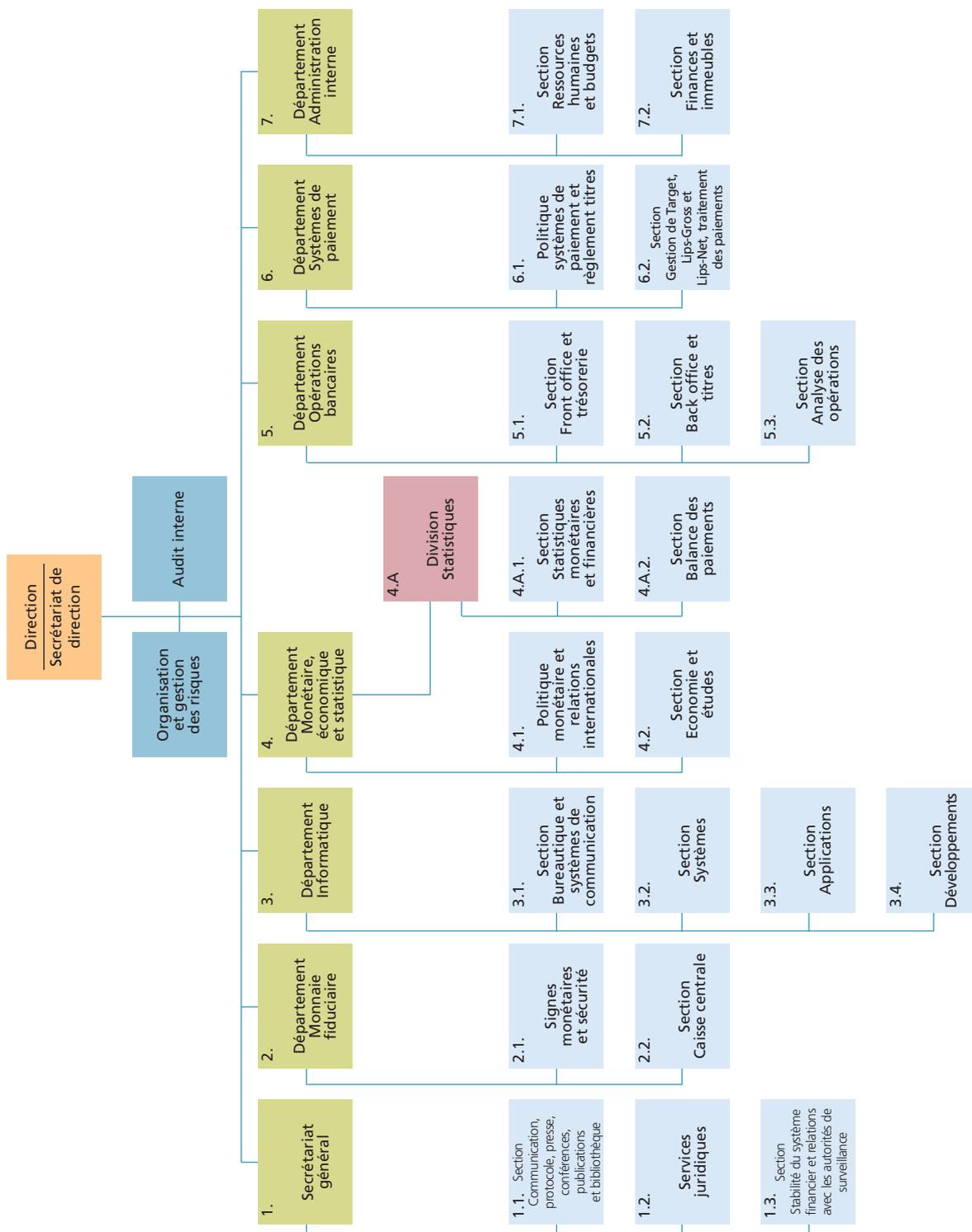
Directeurs : Andrée Billon et Serge Kolb



De gauche à droite : Yves Mersch, Andrée Billon, Serge Kolb

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### 4.1.3 L'organigramme de la BCL



## 4.2 Le personnel de la BCL

### 4.2.1 L'évolution des effectifs

Au cours de l'année 2003, le personnel de la BCL a diminué de 1,9 % pour atteindre un total de 203 agents au 31 décembre 2003 (direction comprise), ce qui représente 196,5 postes en termes d'équivalents temps plein. Au 31 décembre 2003, neuf agents occupaient un poste à mi-temps et deux agents bénéficiaient d'un congé parental à temps complet. La BCL a accueilli deux nouveaux collaborateurs, alors que six membres de son personnel l'ont quittée, dont un qui bénéficie d'un congé sans traitement.

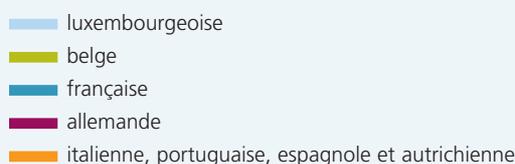
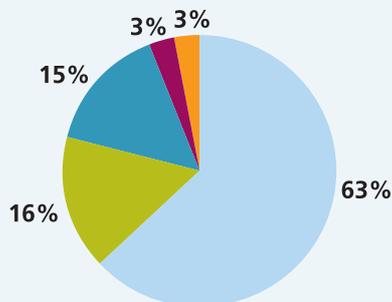
L'année 2003 a été marquée par le fait qu'il n'y a pas eu d'augmentation du nombre de postes dans l'organigramme 2003 par rapport à l'année précédente. Dans un contexte économique difficile où l'accent est mis sur la réduction des coûts, le recrutement au cours de 2003 a été limité au remplacement.

Un concours de recrutement a ainsi été organisé les 16 et 17 octobre 2003 auxquels un total de 271 candidats se sont inscrits. Outre les demandes de participation aux concours, la BCL a reçu en 2003 environ 520 demandes d'emploi spontanées et 250 candidatures pour un stage ou un travail de vacances.

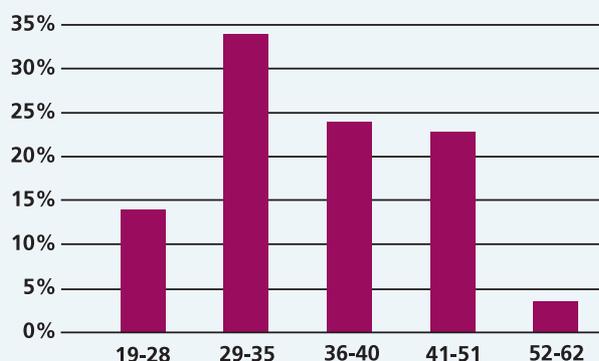
Les agents sont de 8 nationalités différentes ce qui contribue à l'enrichissement culturel et à la diversité du capital humain de la Banque.

La moyenne d'âge du personnel de la BCL a légèrement augmenté pour passer de 35,63 en 2002 à 36,45 ans au 31 décembre 2003. Les effectifs à cette date se composent de 33% d'agents féminins et de 67% d'agents masculins, cette proportion restant inchangée par rapport à l'année précédente.

GRAPHIQUE 1 : AGENTS PAR NATIONALITÉ

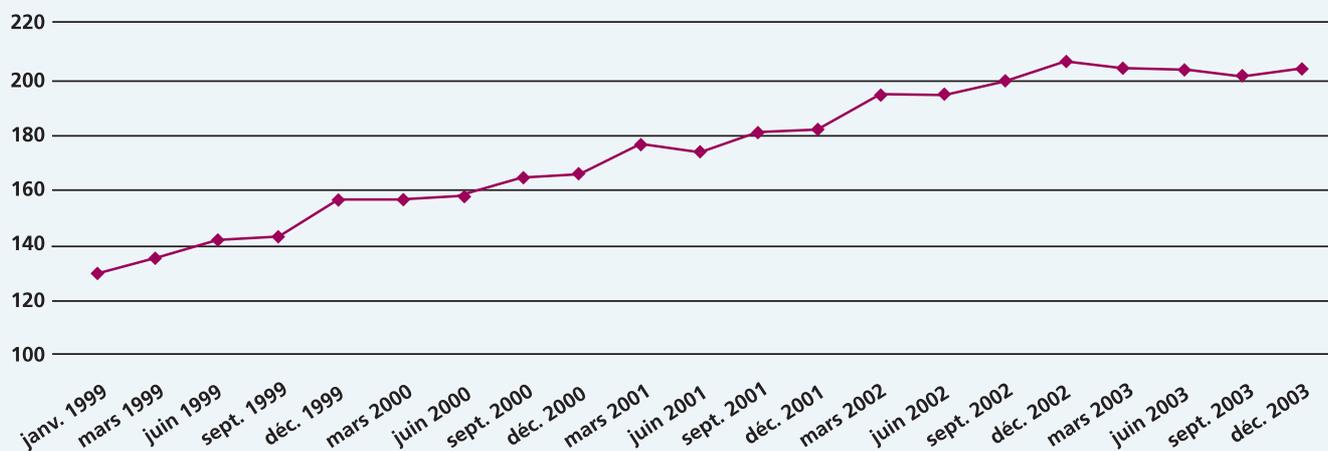


GRAPHIQUE 2 : RÉPARTITION DES AGENTS PAR CLASSE D'ÂGE

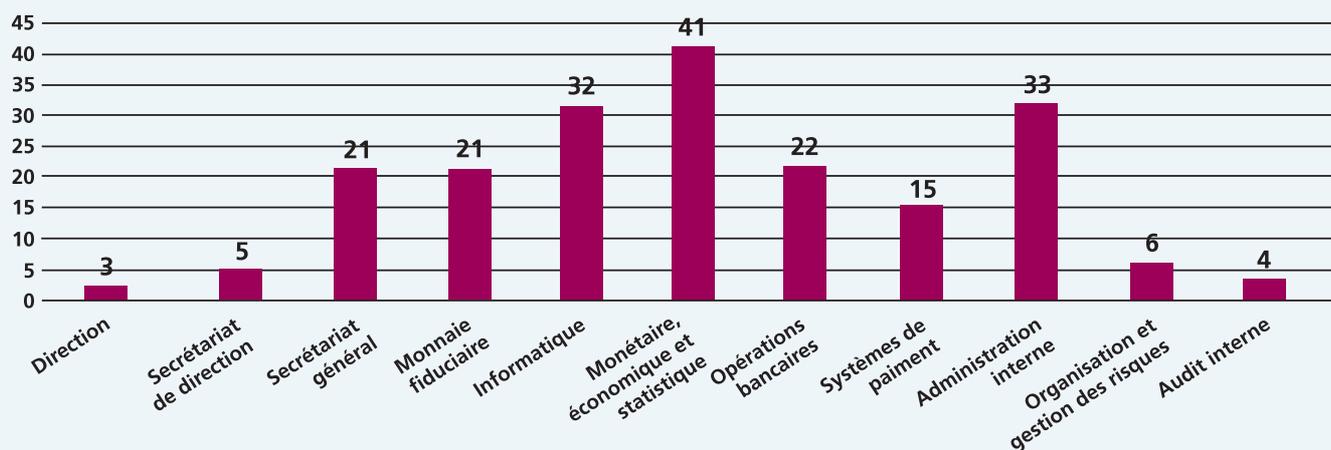


## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DES EFFECTIFS PAR TRIMESTRE DEPUIS LE 1<sup>er</sup> JANVIER 1999



GRAPHIQUE 4 : EFFECTIFS PAR ENTITÉ AU 31 DÉCEMBRE 2003



### 4.2.2 La gestion des ressources humaines

L'année 2003 a été marquée par un certain nombre de dossiers importants en rapport avec la gestion des ressources humaines.

Tout d'abord, les entretiens de bilan annuel, suite à la phase conceptuelle concernant leur mise en place en 2002, ont été effectués pour la première fois en juin 2003. Cet exercice a permis de fixer le cadre des objectifs de chaque collaborateur par déclinaison des objectifs élaborés pour l'ensemble de la Banque au sein de la *Corporate Balanced Scorecard*.

Une loi du 19 mai 2003 ayant modifié la loi modifiée du 16 avril 1979 fixant le statut général des fonctionnaires de l'Etat, des analyses approfondies concernant les impacts des changements sur les agents de la BCL ont été réalisées.

Dans un souci d'uniformiser le traitement de tous les agents de la Banque indépendamment de leur statut, un certain nombre de lignes directrices ont été élaborées en 2003 et notamment en ce qui concerne :

- les critères permettant l'établissement du tableau d'avancement (critères d'admission, critères d'avancement, critères pour le placement hors cadre et critères de promotion) ;

- la rémunération des titulaires des cours de formation internes ;
- les conditions suivant lesquelles un agent peut se voir accorder un supplément pour la détention d'un diplôme supplémentaire au niveau minimum requis pour la carrière ;
- les conditions suivant lesquelles un agent peut se voir accorder un travail à temps partiel ; et
- les éléments de rémunération cotisables au Fonds de pension de la BCL.

Enfin, la mise en place d'un système intégré de gestion des ressources humaines a été initiée en 2003. En fonction des besoins définis par les utilisateurs, une analyse d'opportunité a été élaborée permettant de porter le choix sur un logiciel intégré de gestion des ressources humaines dont la mise en production est prévue pour le début de l'année 2004.

#### 4.2.3 La formation du personnel

Dans l'optique d'atteindre les objectifs d'excellence énoncés dans le cadre du positionnement de la Banque, l'année 2003 a permis de définir le cadre de la politique de formation de la Banque. Ce cadre porte sur le rôle et la place de la formation dans trois segments différents, à savoir les programmes de stage, la formation du management et la formation continue :

- un intérêt particulier a été accordé à la réorganisation de la formation en interne. En effet, le programme des cours fournis en interne par des intervenants de la Banque a été considérablement élargi pour atteindre en fin d'année un total de 14 cours proposés. L'élaboration de l'ensemble de ces cours (programmes de stage et formation continue) a demandé un effort considérable ;
- les possibilités d'offrir ces formations portant sur le savoir-faire spécifique de la Banque à des tiers ont été explorées et ce en vue de partager le savoir-faire de la Banque avec un plus grand nombre de personnes sur la place financière du Luxembourg. Les cours offerts étant déjà disponibles pour des besoins internes, la formation mise à disposition de tiers bénéficie d'économies d'échelle considérables. Il faut préciser que les cours offerts à la BCL se limitent aux métiers de banque centrale afin de ne pas entrer en concurrence avec d'autres instituts de formation. Dans cette optique, outre la collaboration existant avec l'Agence de transfert de technologie financière (ATTF), des négociations en vue d'une collaboration ont été menées avec l'Institut de formation bancaire, Luxembourg (IFBL) ;

- une analyse approfondie concernant la situation managériale a été réalisée au cours de l'année 2003. En fonction de cette analyse, un programme de *change management* a été engagé dont la réalisation se fera sur une période de 18 mois, essentiellement au cours de l'année 2004.

Les effets de cette politique de formation ne se feront sentir pleinement qu'à partir de l'exercice 2004. Néanmoins, on peut déjà préciser que durant l'année 2003 un total d'environ 5 250 heures de formation a été réalisé, ce qui représente une moyenne de 3,3 jours de formation par agent.

#### 4.2.4 Le Fonds de pension

La loi organique<sup>1</sup> de la BCL prévoit que les droits légaux à pension de chaque agent de la BCL sont ceux correspondant à son statut juridique: fonctionnaire, employé de l'Etat, employé privé ou ouvrier. La prise en charge et le financement de ces pensions sont également régis par la loi qui dispose que :

"Les pensions des agents de la Banque centrale du Luxembourg sont à charge de la Banque centrale. Cette charge est financée par un fonds de pension de la Banque centrale. Ce fonds est alimenté d'une part par les prélèvements légaux effectués sur les traitements des agents conformément aux règles régissant le système de pension correspondant à leur statut, d'autre part par des versements effectués par la Banque centrale elle-même."

Dans le cadre des dispositions transitoires, la loi<sup>2</sup> prévoit, quant aux pensions relevant du régime contributif avant l'entrée en fonction d'un nouvel agent à la Banque, que "les caisses de pension luxembourgeoises qui ont reçu des cotisations pour des personnes qui sont ou deviennent agents de la Banque centrale au jour de l'entrée en vigueur de la présente loi, versent ces cotisations au fonds de pension de la Banque centrale" et que "les périodes de cotisation de ces agents auprès de ces caisses de pension sont validées de plein droit comme périodes de cotisations auprès de la Banque centrale." Vu le défaut d'exécution de la Caisse de Pensions des Employés Privés et de l'Etablissement d'assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, la BCL a engagé une action judiciaire contre ces deux organismes en vue de recouvrer les cotisations qui lui sont dues. Au moment de la rédaction du présent rapport, le procès est toujours en cours.

Le Fonds de pension, opérationnel depuis 2001, s'est doté d'un règlement intérieur et de deux organes, l'un décisionnel et l'autre consultatif, à savoir le Comité directeur et le Comité *tactical benchmark*. Le Comité directeur est composé des membres de la Direction de la BCL, de deux représentants du personnel élus et de deux membres cooptés assurant la fonction de gestionnaire délégué.

<sup>1</sup> Article 14, paragraphe (4) (b) ,de la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg.

<sup>2</sup> Article 35, paragraphe (4) (a).

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

La Banque assure la gestion des actifs de son fonds de pension conformément aux règles de celui-ci. Les orientations du fonds de pension sont fixées par le Comité directeur. Le gestionnaire des actifs du fonds de pension a été nommé par le Comité directeur et le mandat est géré en interne.

Le Comité tactique détermine la politique d'investissement dans le strict respect des paramètres déterminés par le Comité directeur, notamment en ce qui concerne la composition stratégique par devises et par catégorie d'actifs du portefeuille global du fonds de pension. Ce dernier est un fonds mixte, constitué essentiellement d'obligations, de liquidités et d'actions. Il peut comprendre d'autres instruments financiers. La gestion du fonds de pension se fait de manière à générer une performance minimale telle qu'établie par un calcul actuariel à long terme. La garde des actifs du fonds a été confiée à une banque externe assumant la fonction de banque dépositaire. Le transfert effectif des avoirs du fonds de pension, pour un montant de 44,4 millions d'euros, a été effectué en date du 27 juillet 2001. Le fonds bénéficie des afflux mensuels de capitaux.

Vu le défaut d'exécution de la Caisse de Pensions des Employés Privés et de l'Établissement d'assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité d'une part, mentionné ci-dessus, et vu l'obligation légale imposée à la Banque par la loi d'autre part, la Banque a opéré, outre le prélèvement sur son fonds de réserve<sup>1</sup>, un prélèvement supplémentaire à hauteur de 33,8 millions d'euros.

Au cours de l'exercice 2003, un premier agent de la BCL a fait valoir ses droits à la retraite. La Direction de la BCL a prononcé sa mise à la retraite au 1<sup>er</sup> mai 2003 et il a donc bénéficié des premières prestations du fonds de pension au cours de l'année 2003.

### 4.3 Les immeubles

Au niveau des immeubles, la réduction des coûts ainsi que l'amélioration du flux administratif et du processus d'entretien ont été poursuivis en 2003. En effet, les données récoltées au cours de l'année ont servi à établir des statistiques détaillées qui reflètent d'une façon plus adéquate les moyens nécessaires à la gestion rationnelle du parc mobilier et immobilier.

Afin de mieux pouvoir gérer l'afflux important des visiteurs de la Caisse publique, la Banque a lancé en 2003 des travaux de transformation à l'intérieur du bâtiment du siège ayant pour but de créer une entrée du personnel avec une cage d'escalier séparée. Cette mesure a permis de réduire considérablement les temps d'attente à l'entrée principale et de ce fait d'améliorer la qualité de l'accueil.

<sup>1</sup> Tel que prévu à l'article 35 (a) (c) de la loi.

Au niveau de la sécurité physique, l'année 2003 a été consacrée principalement à l'analyse et à l'appréciation des moyens de surveillance déployés dans l'environnement d'exploitation. Afin d'optimiser l'efficacité de la surveillance, les principes applicables à la vidéosurveillance ont été redéfinis et ont été transposés dans un nouveau projet.

## 4.4 La comptabilité et le budget

### 4.4.1 La comptabilité et les finances

La BCL participe au *reporting* journalier de la situation active et passive de la part de chaque membre de l'Eurosystème selon des règles harmonisées. En 2003, la BCL a continué de consolider son système comptable et ses procédures afin de répondre aux différents critères de qualité exigés par son appartenance à l'Eurosystème et aux standards internes. La Banque publie également sa situation active et passive sur une base mensuelle via son site internet. Les systèmes de contrôle mis en place ont montré leur efficacité au cours de l'exercice.

La Banque effectue un suivi régulier de l'évolution des rubriques du bilan, du hors bilan et du compte de profits et pertes. Les investissements, les produits et les charges font l'objet d'une attention particulière en relation avec les procédures de contrôle interne mises en place notamment en vue du respect des pouvoirs de signature.

La mise en place de la comptabilité analytique a été entamée en 2003. Dans une première phase, la méthode consiste à répartir les charges opérationnelles de la BCL selon leur destination, c'est-à-dire sur les sections ou cellules concernées. Il est prévu de développer au cours de l'année 2004 un système qui permettra de déterminer les résultats inhérents à chaque activité de la Banque.

Le "*management information system*" répond aux besoins essentiels en vue du suivi des pôles d'activité de la banque. Il est fondé sur un jeu de tableaux de bord à périodicité journalière, hebdomadaire, mensuelle, trimestrielle et annuelle. Ces tableaux concernent l'activité de tous les métiers. Une analyse des résultats par type d'activité complète l'analyse longitudinale des rubriques du compte de résultat. La Banque contrôle de manière approfondie les évolutions de la marge d'intérêts et compare la rentabilité de ses différents investissements par rapport à des valeurs de référence.

La Banque vérifie régulièrement son exposition aux risques et contrôle dans ce cadre l'adéquation des fonds propres et des provisions à court, moyen et long terme. Une politique constante et prudente est appliquée en ce qui concerne la constitution et le maintien des provisions en couverture des risques bancaires spécifiques et généraux.

La Banque procède à des évaluations statique et dynamique de sa situation financière à long terme. Elle effectue des analyses prospectives en fonction de facteurs externes tels que les taux d'intérêts, les taux de change et d'autres variables relatives à l'Eurosystème.

Le Conseil et la Direction de la Banque sont régulièrement informés des résultats provisoires et prévisionnels afin de décider au mieux des orientations futures et des actions à entreprendre.

Le comité de gestion actifs-passifs qui a été mis en place en 2002 suit de manière étroite le risque et la situation financière en cours d'année, et en particulier le risque lié à l'adéquation des engagements et des avoirs.

#### 4.4.2 Le budget

Le Conseil de la Banque approuve chaque année, au cours du mois de décembre, le budget de l'année à venir. L'établissement du budget de l'année 2003 par la Direction s'est fait dans le cadre la procédure budgétaire visant une gestion rationnelle des ressources de la Banque.

Cette procédure budgétaire garantit que les charges ne dépassent pas une limite supérieure, fixée au préalable dans le cadre de l'élaboration budgétaire. A l'intérieur de cette limite, des dépenses ne peuvent néanmoins être engagées que dans la mesure où elles respectent les règles de la Banque en matière de rentabilité et d'efficacité économique. Les charges opérationnelles de l'année 2003 sont restées dans les limites budgétaires approuvées par le Conseil.

La mise en œuvre du logiciel de gestion informatisée du budget au cours de l'exercice 2003 a été bénéfique. L'élaboration du budget 2004 a été réalisée intégralement sur ce support informatique, qui permet de réduire considérablement le temps de réaction par rapport à tout changement de dernière minute et de produire une version actualisée du budget amendé, permettant aux responsables de prendre les décisions nécessaires.

En plus, l'accès des utilisateurs aux données budgétaires via leur ordinateur constitue un élément de simplification en matière de suivi budgétaire. En effet, le suivi du budget opérationnel et du budget d'investissement peut se faire en temps réel. Les données comptabilisées au niveau du système comptable sont injectées quotidiennement dans le logiciel, permettant une imputation immédiate des factures sur un poste budgétaire et réduisant ainsi de manière considérable les risques d'un dépassement budgétaire.

Après avoir réussi son insertion au sein du réseau opérationnel du SEBC au cours des cinq premières années de son existence, la BCL entre désormais dans une période de consolidation. C'est dans ce contexte que la *Balanced Scorecard* a été élaborée. Celle-ci définit la mission principale de la BCL et fixe les objectifs qui en découlent. Ces objectifs permettent de cibler davantage encore les grandes orientations budgétaires qui ont été et seront à la base de l'élaboration des budgets de la BCL.

## 4.5 Les activités d'audit interne

La BCL s'est dotée d'un système de contrôle interne adapté à ses activités conformément aux normes généralement admises dans le secteur financier. Les principes de ce contrôle interne ainsi que la répartition des différentes responsabilités dans ce domaine sont précisés dans le manuel des procédures de travail.

La mission principale de la cellule Audit interne est de vérifier le bon fonctionnement du contrôle interne. La cellule Audit interne fait rapport directement au Président de la Banque. La définition de la mission générale de l'audit interne tient compte des règles émises en la matière sur la place financière de Luxembourg ainsi que des normes de l'Institut des auditeurs internes et de la politique du SEBC en matière d'audit.

Les missions d'audit donnent lieu à des recommandations dont le suivi est assuré par la cellule d'Audit interne.

Dans le cadre d'un plan d'audit, qui distingue les missions coordonnées au niveau du Comité des auditeurs internes de la BCE et les missions nationales, l'audit interne de la BCL a effectué, au cours de l'exercice 2003, des missions dans les domaines des systèmes de paiement, des opérations de politique monétaire, des opérations relatives à la production, l'émission et le retrait des signes monétaires, des statistiques, de la comptabilité et de l'informatique.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### 4.6 Les comptes financiers au 31 décembre 2003

#### 4.6.1 Les chiffres-clés à la clôture du bilan

	2002	2003	Variation en % 2003/2002
<b>Total du bilan</b>	24 990 130 072	27 856 509 647	11%
<b>Dépôts des établissements de crédit</b>	4 638 044 452	6 765 571 187	46%
<b>Créances envers les établissements de crédit</b>	23 370 585 585	23 402 735 897	0%
<b>Non exigible (1), comptes de réévaluation, provisions administratives et risques bancaires spécifiques</b>	362 808 977	416 004 599	15%
<b>Produit net bancaire (2)</b>	86 224 016	99 947 756	16%
<b>Frais généraux administratifs</b>	26 483 970	27 282 863	3%
<b>Résultat brut d'exploitation (3)</b>	69 745 992	67 628 599	-3%
<b>Résultat net</b>	4 970 236	3 105 175	-38%
<b>Cash Flow (4)</b>	74 701 802	74 171 100	-1%
<b>Personnel</b>	204	200	-2%
<b>Part de la BCL dans le capital de la BCE</b>	0,1492%	0,1492%	
<b>Part de la BCL dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>9,852%</b>	<b>7,850%</b>	

(1) Capital, fonds de réserve, provisions pour risques bancaires généraux et bénéfice net à affecter aux réserves

(2) Résultat net sur intérêts et revenus assimilés, résultat net sur commissions, résultat net provenant d'opérations financières.

Le produit net bancaire ajusté qui tient compte du résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire passe de EUR 76 558 848 à EUR 81 305 886, soit une augmentation de 6%.

(3) Total des revenus moins total des coûts (hors dotations et reprises sur amortissements et provisions)

(4) Bénéfice net plus corrections de valeur nettes sur actifs corporels / incorporels et sur actifs financiers, et dotations nettes aux provisions administratives et risques bancaires

#### 4.6.2 Le rapport du Réviseur aux comptes

Au Conseil de la Banque centrale du Luxembourg

Au Gouvernement

A la Chambre des Députés

Nous avons contrôlé les comptes financiers ci-joints de la Banque centrale du Luxembourg pour l'exercice se terminant le 31 décembre 2003. Les comptes financiers sont établis par la Direction et approuvés par le Conseil. Notre responsabilité est, sur base de nos travaux de révision, d'exprimer une opinion sur ces comptes financiers.

Nous avons effectué nos travaux de révision selon les Normes Internationales de Révision. Ces normes requièrent que nos travaux de révision soient planifiés et exécutés de façon à obtenir une assurance raisonnable que les comptes financiers ne comportent pas d'anomalies significatives. Une mission de révision consiste à examiner, sur base de sondages, les éléments probants justifiant les montants et informations contenus dans les comptes financiers. Elle consiste également à apprécier les principes et méthodes comptables suivis et les estimations significatives faites par la Direction pour l'arrêté des comptes financiers, ainsi qu'à effectuer une revue de leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos travaux de révision forment une base raisonnable à l'expression de notre opinion.

A notre avis, les comptes financiers ci-joints donnent, en conformité avec les principes comptables généralement admis et ceux définis par le Système européen de banques centrales, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la Banque centrale du Luxembourg au 31 décembre 2003 ainsi que du résultat de l'exercice se terminant à cette date.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Réviseur d'entreprises  
Représentée par

Luxembourg, le 9 mars 2004



Pierre Krier

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### 4.6.3 Le bilan au 31 décembre 2003

(exprimé en euros)

	Note	2003 EUR	2002 EUR
<b>ACTIF</b>			
Avoirs et créances en or	3	24 880 800	24 958 618
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	4	221 599 940	144 650 120
- créances sur le FMI		151 431 221	144 481 474
- créances auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises		70 168 719	168 646
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	5	19 794 150	-
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6	290 550 224	301 182
- comptes auprès de banques, titres et prêts		290 550 224	301 182
Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	7	23 402 139 150	23 307 712 900
- opérations principales de refinancement	7.1	20 368 177 200	19 591 455 200
- opérations de refinancement à long terme	7.2	3 033 961 950	3 716 257 700
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	8	596 747	62 872 685
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	9	828 959 524	204 171 319
Créances envers l'Eurosystème	10	2 408 352 832	83 176 316
- participation au capital de la BCE	10.1	7 460 000	7 460 000
- créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférés	10.2	74 600 000	74 600 000
- autres créances envers l'Eurosystème	10.3	2 326 292 832	1 116 316
Valeurs en cours de recouvrement		42	250
Autres actifs	11	659 636 238	1 162 286 682
- immobilisations corporelles et incorporelles	11.1	58 701 026	61 693 547
- autres actifs financiers	11.2	530 602 520	1 028 411 411
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		-	1 996 500
- comptes de régularisation	11.3	44 790 875	49 019 675
- divers	11.4	25 541 817	21 165 549
<b>Total de l'actif</b>		<b>27 856 509 647</b>	<b>24 990 130 072</b>

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

## Le bilan au 31 décembre 2003

(exprimé en euros)

	Note	2003 EUR	2002 EUR
<b>PASSIF</b>			
Billets en circulation	12	739 426 800	614 169 272
Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	13	6 765 571 187	4 638 044 452
- comptes courants (y compris les réserves obligatoires)		6 765 571 187	4 637 844 452
- facilités de dépôt		-	200 000
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	14	592 064 411	525 914 231
- engagements envers des administrations publiques	14.1	592 064 411	525 909 890
- autres engagements		-	4 341
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	15	51 907 491	53 947 531
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	16	19 796 162	-
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	17	19 972 990	21 978 716
Engagements envers l'Eurosystème	18	19 077 543 570	18 568 559 665
- engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	18.1	19 077 543 570	9 254 574 795
- autres engagements envers l'Eurosystème	10.3	-	9 313 984 870
Valeurs en cours de recouvrement	19	6 812 500	14 515 834
Autres engagements	20	104 097 466	132 622 382
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		346 300	1 816 500
- comptes de régularisation		89 766 149	114 444 118
- divers		13 985 017	16 361 764
Provisions	21	305 678 333	243 363 505
Comptes de réévaluation	22	30 821 436	37 302 358
Capital et réserves	23	139 712 126	134 741 890
- capital	23.1	25 000 000	25 000 000
- réserves	23.2	114 712 126	109 741 890
<b>Bénéfice de l'exercice</b>		<b>3 105 175</b>	<b>4 970 236</b>
<b>Total du passif</b>		<b>27 856 509 647</b>	<b>24 990 130 072</b>

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### 4.6.4 Le hors bilan au 31 décembre 2003

(exprimé en euros)

	Note	2003 EUR	2002 EUR
Titres reçus en garantie	24	106 433 616 407	87 077 073 455
Garanties émises et instruments similaires	25	1 400 000 000	1 000 000 000
Réserves de change gérées pour le compte de la Banque centrale européenne	26	69 213 290	78 565 861
Contrats à terme ferme	27	43 355 000	410 582 250
Collection numismatique		107 972	107 972
		<b>107 946 292 669</b>	<b>88 566 329 538</b>

### 4.6.5 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2003

(exprimé en euros)

	Note	2003 EUR	2002 EUR
Intérêts reçus		610 386 573	708 247 980
Intérêts payés		(512 430 452)	(606 739 095)
<b>Revenus nets d'intérêts</b>	<b>28</b>	<b>97 956 121</b>	<b>101 508 885</b>
Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières		9 072 330	(9 751 967)
Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises	29	(6 542 502)	(4 955 810)
Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marché	30	(55 865 813)	(61 377 778)
<b>Résultat net d'opérations financières, corrections de valeur et provisions</b>		<b>(53 335 985)</b>	<b>(76 085 555)</b>
Commissions perçues		6 524 275	5 533 284
Commissions payées		(7 062 469)	(6 110 375)
<b>Résultat net sur commissions</b>	<b>31</b>	<b>(538 194)</b>	<b>(577 091)</b>
Produits des participations	32	1 131 889	3 801 103
Résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire	33	(18 641 870)	(9 665 168)
Autres revenus	34	12 547 655	24 750 115
<b>Total des revenus nets</b>		<b>39 119 616</b>	<b>43 732 289</b>
Frais de personnel	35	(16 524 525)	(15 366 065)
Autres frais généraux administratifs	36	(7 777 336)	(8 416 991)
Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	37	(6 984 340)	(4 858 986)
Frais relatifs à la production de signes monétaires	38	(316 697)	(2 462 941)
Autres frais	39	(4 411 543)	(7 657 070)
<b>Résultat de l'exercice</b>		<b>3 105 175</b>	<b>4 970 236</b>

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

#### 4.6.6 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2003

##### Note 1 - Généralités

La Banque centrale du Luxembourg (BCL) a été créée par la loi du 22 avril 1998. Selon la loi du 23 décembre 1998, sa mission principale consiste à participer à l'exécution des missions du Système européen de banques centrales (SEBC) en vue d'atteindre les objectifs du SEBC. La BCL est un établissement public, doté de la personnalité juridique et de l'autonomie financière.

##### Note 2 - Résumé des principales méthodes comptables

Les principales méthodes comptables utilisées par la BCL sont les suivantes :

###### 2.1 Présentation des comptes financiers

Les comptes financiers de la BCL sont établis et présentés en conformité avec les principes comptables généralement admis et ceux définis par le SEBC.

###### 2.2 Principes comptables

Les principes comptables utilisés sont les suivants :

- réalité économique et transparence ;
- prudence ;
- prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture de l'exercice ;
- provisionnement des produits à recevoir et des charges à payer ;
- cohérence et comparabilité.

###### 2.3 Principes de base

Les comptes financiers sont établis sur base du prix de revient historique adapté pour tenir compte de l'évaluation au prix du marché des titres, de l'or ainsi que de tous les éléments libellés en monnaies étrangères au bilan et au hors bilan.

Les opérations qui se rapportent aux actifs et passifs financiers sont enregistrées dans les comptes de la BCL à la date de leur règlement.

###### 2.4 Or, avoirs et dettes en monnaies étrangères

Les actifs et passifs en monnaies étrangères (or y compris) sont convertis en euros au cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et les charges sont convertis au cours de change de la date de transaction.

La réévaluation des monnaies étrangères est effectuée par devise et comprend tant les éléments du bilan que du hors bilan.

La réévaluation des titres au prix du marché est traitée séparément de la réévaluation de change des titres libellés en monnaies étrangères.

Pour l'or, la réévaluation s'effectue sur base du prix en euros par once d'or dérivé de la cotation en dollars US établie lors du fixing de Londres, le dernier jour ouvrable de l'année.

###### 2.5 Titres

Les titres négociables libellés en monnaies étrangères et en euros sont évalués au prix du marché, à la date de clôture de l'exercice. La réévaluation des titres s'effectue ligne par ligne et par code ISIN.

###### 2.6 Reconnaissance des produits et charges

Les produits et charges sont imputés à la période à laquelle ils se rapportent.

Les plus-values et moins-values réalisées sur devises, titres et instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché sont comptabilisés au compte de profits et pertes.

A la fin de l'exercice, les différences de réévaluation positives ne sont pas enregistrées comme un produit mais transférées aux comptes de réévaluation au passif du bilan pour les devises, titres et instruments financiers.

Les différences de réévaluation négatives sont portées à charge du résultat, pour autant qu'elles excèdent les différences de réévaluation positives enregistrées précédemment dans les comptes de réévaluation du bilan. Elles ne sont pas neutralisées par d'éventuelles différences positives de réévaluation apparaissant les années suivantes. Il n'y a pas de compensation entre les différences de réévaluation négatives sur un titre, un instrument financier, une devise ou l'or et les différences de réévaluation positives sur d'autres titres, d'autres instruments financiers, d'autres devises ou sur l'or.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Pour calculer le coût d'acquisition des titres en devises vendus, la méthode du prix de revient moyen sur base journalière est utilisée. Si des pertes non réalisées sont portées au compte de profits et pertes, le prix de revient moyen de l'actif en question est ajusté à la baisse jusqu'au niveau du taux de change ou du prix du marché de cet actif.

Pour les titres à revenu fixe, la prime ou décote résultant de la différence entre le prix d'acquisition moyen et le prix de remboursement des titres à l'échéance est étalée proportionnellement à la durée résiduelle des titres et incorporée dans les résultats d'intérêts.

### 2.7 Événements postérieurs à la date de clôture de l'exercice

Les actifs et passifs sont ajustés en fonction des événements qui se produisent entre la date de clôture de l'exercice et la date d'approbation des comptes financiers par le Conseil, quand ces événements influencent d'une manière significative la valeur de ces actifs et passifs à la date de clôture de l'exercice.

### 2.8 Billets en circulation

La Banque centrale européenne (BCE) et les douze banques centrales nationales (BCN) qui forment ensemble l'Eurosystème, émettent des billets en euros depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2002. La répartition de la valeur totale des billets en circulation est effectuée le dernier jour ouvrable de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets.

Depuis 2002, 8% de la valeur totale des billets en circulation sont attribués à la BCE, tandis que les 92% restants sont attribués aux BCN, conformément à leur part libérée dans la clé de répartition du capital de la BCE. La part ainsi attribuée à chaque BCN est reprise au passif du bilan sous la rubrique "Billets en circulation".

La différence entre la valeur des billets en euros attribués à chaque BCN suivant la clé de répartition et la valeur des billets en euros effectivement mis en circulation par chaque BCN donne lieu à des soldes intra-Eurosystème. Ces créances ou engagements, qui sont porteurs d'intérêts, sont mentionnés dans la sous-rubrique "Avoirs/Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème".

De 2002 à 2007, les soldes intra-Eurosystème résultant de la répartition des billets en euros font l'objet d'ajustements afin d'éviter des modifications importantes dans la situation relative des revenus des BCN par rapport aux années antérieures. Les ajustements consistent dans la prise en compte des écarts entre la valeur moyenne des billets en circulation de chaque BCN pendant la période juillet 1999 à juin 2001 et la valeur moyenne des billets qui auraient été attribués aux BCN pendant cette période suivant la clé de répartition du capital. Les ajustements seront progressivement réduits chaque année jusqu'à la fin de 2007, après quoi le revenu sur les billets en euros sera entièrement réparti conformément à la part libérée par les BCN dans le capital de la BCE.

Les intérêts payés ou reçus sur ces soldes intra-Eurosystème sont réglés par l'intermédiaire de la BCE et sont repris sous la rubrique "Revenu net d'intérêts".

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le revenu de seigneurage de la BCE, résultant de la part de 8% des billets en euro qui est attribuée à la BCE, serait distribué séparément aux BCN sous la forme d'une distribution provisoire du bénéfice. Ce dernier sera entièrement distribué sauf si le bénéfice net de la BCE pour l'exercice est inférieur au produit qu'elle retire des billets en circulation, sous réserve de toute décision du Conseil des gouverneurs de réduire ce revenu au titre des frais encourus par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros. Pour 2003, le Conseil des gouverneurs a décidé, sur base de ses résultats provisoires, que la totalité de ce revenu serait conservée par la BCE.

### 2.9 Avoirs et engagements envers l'Eurosystème

Les avoirs et engagements vis-à-vis de l'Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème sont présentés en une position nette dans le bilan de la BCL sous la rubrique "Avoirs/Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème".

Les créances et engagements envers l'Eurosystème résultant des soldes des comptes TARGET et des comptes de correspondants sont présentés en une position nette dans le bilan de la BCL.

## 2.10 Immobilisations corporelles et incorporelles

Les immobilisations corporelles et incorporelles sont évaluées à leur coût d'acquisition déduction faite des amortissements. Les amortissements sont calculés de manière linéaire sur base de la durée de vie estimée de l'actif immobilisé :

	Années
Immeubles	25
Rénovation d'immeubles	10
Matériel et mobilier	3-5
Matériel et logiciels informatiques	4

## 2.11 Fonds de pension

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, suite à l'entrée en vigueur de la loi du 23 décembre 1998, les pensions des agents de la BCL sont intégralement à charge de la BCL. L'infrastructure d'un fonds de pension a été mise en place au cours de l'année 2000. Le fonds de pension a pour but de couvrir les risques de vieillesse, d'invalidité et de survie. La méthode actuarielle permettant de déterminer l'engagement de la BCL vis-à-vis de ses agents a été approuvée par le Comité directeur du fonds de pension en date du 12 février 2001.

La méthode actuarielle retenue permet de déterminer, pour chaque agent, l'engagement actualisé que le fonds de pension a envers celui-ci en matière de vieillesse, d'invalidité et de survie. Le modèle actuariel tient compte des données personnelles et des carrières prévisibles de chaque agent, des augmentations moyennes sur les soixante années à venir du coût de la vie et du niveau de vie, ainsi que d'un taux de rendement moyen sur les actifs du fonds.

Les engagements de la BCL en matière de pensions sont renseignés dans le compte "Provision pour pensions". La provision augmente du fait de la dotation régulière du montant de la part salariale des agents et de la part patronale de la BCL.

Par ailleurs, le cas échéant, y figurent aussi les transferts périodiques du compte "Réserve comptable du fonds de pension", dans lequel sont enregistrés les revenus générés par les actifs du fonds, vers le compte "Provision pour pensions" afin d'ajuster ce dernier au niveau de la valeur actuarielle. Dans le cas où les dotations régulières et le résultat du fonds de pension seraient insuffisants pour couvrir l'engagement de la BCL en matière de pension, la différence entre la provision accumulée et de la BCL est couverte par une dotation spéciale à charge de la BCL.

### Note 3 - Avoirs et créances en or

Au 31 décembre 2003, la BCL détient 3 313,29 onces d'or pour une valeur de 1,1 million d'euros (365,75 onces d'or pour une valeur de 0,1 million d'euros au 31 décembre 2002) et une obligation sur or de premier ordre émise par la Banque Internationale de Reconstruction et de Développement acquise au cours de l'exercice 2002 et évaluée à 23,8 millions d'euros (24,8 millions d'euros au 31 décembre 2002).

### Note 4 - Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique inclut les avoirs de la BCL en réserves externes détenus sur des contreparties situées en dehors de la zone euro (y compris les organismes internationaux et supranationaux ainsi que les banques centrales non-membres de l'Union monétaire).

Cette rubrique se décompose en deux sous-rubriques :

- les créances détenues sur le Fonds monétaire international ;
- les avoirs détenus en comptes auprès des banques n'appartenant pas à la zone euro ainsi que les titres, prêts et autres actifs en devises émis par des non-résidents de la zone euro. Cette sous-rubrique comprend notamment le portefeuille-titres en dollars US constitué par la BCL en 2003, et pouvant être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire.

Ce portefeuille est constitué uniquement de fonds publics libellés en dollars US émis par des Etats et d'obligations de premier ordre émises par des organismes internationaux et supranationaux. Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2003, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 0,4 million d'euros.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### Note 5 - Créances en devises sur des résidents de la zone euro

Cette rubrique inclut les avoirs de la BCL en devises détenus sur des contreparties situées dans la zone euro.

### Note 6 - Créances en euros des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique inclut les avoirs détenus en comptes auprès de banques n'appartenant pas à la zone euro, ainsi que les titres, prêts et autres actifs en euros émis par des non-résidents de la zone euro.

Depuis 2003, cette rubrique comprend notamment le portefeuille-titres en euros émis par des non-résidents de la zone euro, et ce en accord avec les instructions de la BCE. Celui-ci peut être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire.

Ce portefeuille-titres est constitué uniquement des fonds publics libellés en euros émis par des Etats ne faisant pas partie de la zone euro et d'obligations de premier ordre émises par des sociétés situées en dehors de la zone euro. Les titres sont valorisés à la valeur de marché. Au 31 décembre 2003, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de plus-values d'évaluation de 0,6 million d'euros.

### Note 7 - Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire

Cette rubrique inclut les crédits qui sont octroyés par la BCL aux contreparties du secteur bancaire luxembourgeois en vue d'un élargissement de la liquidité dans la zone euro.

La rubrique est divisée en différentes sous-rubriques selon le type d'instrument utilisé pour allouer des liquidités aux institutions financières :

#### 7.1 Opérations principales de refinancement

Cette sous-rubrique comprend le montant des liquidités allouées aux établissements de crédit au moyen d'adjudications hebdomadaires d'une durée de deux semaines.

#### 7.2 Opérations de refinancement à long terme

Cette sous-rubrique comprend le montant des crédits accordés aux établissements de crédit par voie d'appels d'offres mensuels et assortis d'une échéance de trois mois.

### Note 8 - Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro

Sont inclus sous cette rubrique des fonds non liés aux opérations de politique monétaire placés à vue ou à terme auprès d'établissements bancaires de la zone euro.

### Note 9 - Titres en euros émis par des résidents de la zone euro

Cette rubrique comprend le portefeuille-titres en euros émis par des résidents de la zone euro et pouvant être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire.

Ce portefeuille est constitué uniquement de fonds publics libellés en euros émis par des Etats membres de l'Union européenne et d'obligations de premier ordre émises par des sociétés de la zone euro. Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2003, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de plus-values d'évaluation de 0,3 million d'euros (moins-values de 0,1 million d'euros au 31 décembre 2002).

### Note 10 - Créances envers l'Eurosystème

#### 10.1 Participation au capital de la BCE

Cette sous-rubrique comprend la participation de la BCL dans le capital de la BCE. Elle s'élève à 0,1492% du capital souscrit de la BCE (5 milliards d'euros). Une réglementation concernant une augmentation du capital autorisé à 10 milliards d'euros a été adoptée en mai 2000 par le Conseil de l'Union européenne en vertu des statuts du SEBC et de la BCE.

#### 10.2 Créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférés

Cette sous-rubrique comprend le montant de la créance en euros que la BCL détient sur la BCE suite à la cession d'une partie de ses réserves en devises.

La créance en euros est rémunérée à raison de 85% du taux des opérations principales de refinancement, soit 1,7% à la date de clôture de l'exercice.

Une réglementation concernant la possibilité pour la BCE de recourir à des transferts en devises supplémentaires dans le but de reconstituer le montant du transfert initial des réserves en devises a été adoptée en mai 2000 par le Conseil de l'Union européenne en vertu des statuts du SEBC et de la BCE.

### 10.3 Autres créances envers l'Eurosystème

Cette sous-rubrique reprend principalement la créance de la BCL envers l'Eurosystème découlant via le système TARGET, des paiements transfrontaliers au titre des opérations monétaires et financières entre la BCL et les autres banques centrales nationales ainsi qu'avec la BCE. Cette créance s'élève à 2,3 milliards d'euros au 31 décembre 2003 (engagement de 9,3 milliards d'euros au 31 décembre 2002).

### Note 11 - Autres actifs

#### 11.1 Immobilisations corporelles et incorporelles

Le mouvement des immobilisations corporelles et incorporelles se présente comme suit :

	Immeubles	Matériel et mobilier	Logiciels	Total
	EUR	EUR	EUR	EUR
Valeur brute au 01.01.2003	67 533 060	7 945 561	3 318 810	78 797 431
Acquisitions	2 728 300	1 022 100	241 419	3 991 819
Cessions	-	(58 007)	-	(58 007)
<b>Valeur brute au 31.12.2003</b>	<b>70 261 360</b>	<b>8 909 654</b>	<b>3 560 229</b>	<b>82 731 243</b>
Amortissements cumulés au 01.01.2003	(11 095 472)	(4 227 417)	(1 780 995)	(17 103 884)
Dotations	(4 846 894)	(1 518 571)	(618 875)	(6 984 340)
Reprises	-	58 007	-	58 007
Amortissements cumulés au 31.12.2003	(15 942 366)	(5 687 981)	(2 399 870)	(24 030 217)
<b>Valeur nette au 31.12.2003</b>	<b>54 318 994</b>	<b>3 221 673</b>	<b>1 160 359</b>	<b>58 701 026</b>

Le poste "Immeubles" comprend à la fois le prix d'acquisition des deux bâtiments situés au 2 boulevard Royal, les travaux liés à la reconstruction et à l'aménagement du nouveau site (bâtiment "Pierre Werner") et les rénovations apportées au bâtiment principal ("Siège Royal"). Le bâtiment situé au boulevard Prince Henri a été totalement amorti en 2003, celui-ci ayant été détruit afin de permettre la construction d'un nouveau bâtiment.

Le bâtiment "Pierre Werner" est considéré comme un nouvel immeuble et amorti sur 25 ans tandis que les frais liés à l'aménagement du "Siège Royal" sont considérés comme des rénovations d'immeubles et sont amortis sur 10 ans.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### 11.2 Autres actifs financiers

Cette rubrique se décompose comme suit :

	2003 EUR	2002 EUR
Autres participations	153 657	231 344
Fonds de pension	56 828 975	47 066 258
Portefeuille-titres	473 619 888	981 113 809
	<b>530 602 520</b>	<b>1 028 411 411</b>

Les autres participations se composent des droits d'entrée dans LIPS-Net ainsi que des participations que la BCL détient dans RTGS-L GIE, Swift et l'ATTF.

Les avoirs du fonds de pension sont renseignés dans le compte intitulé "Fonds de pension". Le solde de ce compte correspond à la valeur nette d'inventaire du fonds de pension telle que calculée par la banque dépositaire du fonds au 31 décembre 2003.

Le portefeuille-titres repris sous cette rubrique correspond aux titres détenus par la BCL dans un but de placement, en réemploi de ses fonds propres et des fonds de tiers pour un total de 473,6 millions d'euros (981,1 millions d'euros au 31 décembre 2002). Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2003, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de plus-values d'évaluation de 13,3 millions d'euros (moins-values de 0,2 million d'euros au 31 décembre 2002).

### 11.3 Comptes de régularisation

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts courus à recevoir sur opérations de politique monétaire, sur titres et sur les avoirs en compte au FMI.

Sont également renseignés sous cette rubrique les commissions à recevoir, les charges payées d'avance, dont notamment les traitements payés pour le mois de janvier 2004 et les produits à recevoir.

### 11.4 Divers

	2003 EUR	2002 EUR
Prélèvements anticipés	6 812 500	14 515 000
Autres	18 729 317	6 650 549
	<b>25 541 817</b>	<b>21 165 549</b>

La sous-rubrique intitulée "Prélèvements anticipés" correspond au montant de billets en euros commandés par des établissements de crédit au 31 décembre 2003 et qui n'ont pas encore été mis en circulation à cette date.

La sous-rubrique "Autres" comprend essentiellement la contrepartie de la moins-value non réalisée sur DTS enregistrée dans les comptes financiers de la BCL et qui est garantie par l'Etat conformément à la convention de mai 1999 relative aux relations financières entre l'Etat luxembourgeois et la Banque centrale du Luxembourg.

### Note 12 - Billets en circulation

Figure sous cette rubrique la part de la BCL dans la circulation des billets en euros émis par les douze banques centrales de l'Eurosystème proportionnellement à sa participation dans le capital de la BCE, soit 739,4 millions d'euros (607,7 millions d'euros au 31 décembre 2002).

Au 31 décembre 2002, cette rubrique comprenait également, à hauteur de 6,5 millions d'euros, les montants des billets en francs luxembourgeois restant en circulation qui sont repris au 31 décembre 2003 sous la rubrique "Autres engagements" à hauteur de 6,0 millions d'euros.

### Note 13 - Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire

Cette rubrique comprend principalement les comptes en euros des établissements de crédit ouverts dans le cadre du système des réserves monétaires obligatoires.

### Note 14 - Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro

#### 14.1 Engagements envers des administrations publiques

Cette rubrique comprend les engagements de la BCL envers le Trésor luxembourgeois qui se présentent comme suit :

	2003 EUR	2002 EUR
Compte courant	291 581	909 890
Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor	81 772 830	-
Dépôts à terme	510 000 000	525 000 000
	<b>592 064 411</b>	<b>525 909 890</b>

Conformément à la modification du 10 avril 2003 de la convention relative aux relations financières entre l'Etat luxembourgeois et la BCL, le compte dénommé "Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor" correspond au montant des signes monétaires émis sous forme de pièces de monnaie métallique par la BCL au nom et pour le compte du Trésor.

Le dépôt à terme s'inscrit dans le cadre de la convention qui stipulait initialement que l'Etat met en dépôt un montant équivalent à la créance de la BCL sur la Banque nationale de Belgique pour les signes monétaires belges en circulation au Luxembourg. Ce dépôt étant arrivé à échéance au 1er mars 2002, il a été convenu entre les parties de le transformer en dépôt à terme renouvelable de mois en mois.

Les intérêts dus au titre des engagements envers le Trésor luxembourgeois pour l'exercice 2003 s'élèvent à 5,1 millions d'euros (10,5 millions d'euros au 31 décembre 2002) et sont enregistrés en "Intérêts payés".

Conformément à la convention qui prévoit cette possibilité, l'Etat a renoncé à la rémunération du dépôt à terme pour l'exercice 2003. Le produit correspondant, 4,9 millions d'euros (10,5 millions d'euros au 31 décembre 2002), est enregistré en "Autres revenus" en vue de renforcer les fonds propres de la BCL.

### Note 15 - Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique comprend les comptes courants détenus par des banques centrales, des banques, des organismes internationaux et supranationaux et d'autres titulaires de comptes non-résidents de la zone euro.

### Note 16 - Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique comprend les comptes courants en devises détenus par des banques centrales non-résidentes de la zone euro.

### Note 17 - Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI

Le solde inclus sous cette rubrique représente la contre-valeur des DTS, comptabilisée au même cours que les avoirs en DTS, qui devraient être restitués au FMI en cas d'annulation de DTS, de liquidation du département des DTS du FMI ou de la décision du Luxembourg de s'en retirer. Cet engagement à durée indéterminée s'élève à DTS 17,0 millions, soit 20,0 millions d'euros (DTS 17,0 millions, soit 22,0 millions d'euros au 31 décembre 2002).

### Note 18 - Engagements envers l'Eurosystème

#### 18.1 Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème

Cette rubrique comprend les engagements nets vis-à-vis de l'Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### Note 19 - Valeurs en cours de recouvrement

Cette rubrique comprend notamment la contrepartie des billets en euros commandés par des établissements de crédit à la BCL au 31 décembre et qui n'ont pas encore été mis en circulation à cette date.

### Note 20 - Autres engagements

Cette rubrique comprend notamment les moins-values non-réalisées sur instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché, les intérêts, dont les intérêts courus sur les engagements envers l'Eurosystème, diverses charges à payer, y compris les fournisseurs, et les billets en francs luxembourgeois toujours en circulation.

### Note 21 - Provisions

Les provisions se présentent comme suit :

	2003 EUR	2002 EUR
Provision pour risques bancaires	239 651 570	183 785 756
Provision pour pensions	65 342 291	59 045 736
Autres provisions	684 472	532 013
	<b>305 678 333</b>	<b>243 363 505</b>

#### 21.1 Provision pour risques bancaires

La provision pour risques bancaires s'analyse comme suit :

	2003 EUR	2002 EUR
<b>Provision pour risques bancaires spécifiques</b>		
Provision en couverture du risque de crédit	87 236 373	63 990 305
Provision en couverture du risque opérationnel	14 000 000	14 400 000
Provision en couverture du risque de liquidité	9 826 033	7 907 276
Provision en couverture du risque de taux d'intérêt	200 000	200 000
	<b>111 262 406</b>	<b>86 497 581</b>

	2003 EUR	2002 EUR
<b>Provision pour risques bancaires généraux</b>		
Provision pour obligations résultant d'accords monétaires	35 324 827	35 324 827
Autre provision pour risques bancaires généraux	93 064 337	61 963 348
	<b>128 389 164</b>	<b>97 288 175</b>
	<b>239 651 570</b>	<b>183 785 756</b>

#### 21.1.1 Provision en couverture du risque de crédit

La provision de 87,2 millions d'euros (64,0 millions d'euros au 31 décembre 2002) correspond à :

- 4% de la valeur de marché au 31 décembre 2003 du portefeuille-titres de la BCL (portefeuille-titres affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire et portefeuille de placement) et des participations de la BCL autres que la participation dans la BCE ;
- 4% de l'encours en fin d'exercice des crédits accordés par l'ensemble de l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire à hauteur de la participation de la BCL dans l'Eurosystème (soit 0,1842%).

#### 21.1.2 Provision en couverture du risque opérationnel

Cette provision est destinée à couvrir le risque de pertes résultant d'une inadéquation ou d'une défaillance attribuable aux procédures, au facteur humain et aux systèmes de la BCL, ou à des causes externes. En l'absence de statistiques pertinentes sur la dimension du risque, la dotation est effectuée en prenant en considération la méthode d'un indicateur unique afin d'amener la provision à un montant correspondant à 15% du produit bancaire net de l'exercice conformément au document de travail consultatif émis par le Comité de Bâle.

### 21.1.3 Provision pour obligations résultant d'accords monétaires

La provision pour obligations résultant d'accords monétaires a été constituée initialement en 1984 par l'Institut Monétaire Luxembourgeois (IML) avec l'accord du Ministre du Trésor pour faire face à des engagements monétaires futurs.

### 21.1.4 Autre provision pour risques bancaires généraux

Dans le cadre de sa politique de prudence et de sauvegarde de ses actifs, la BCL a doté au cours de l'exercice 2003 la provision pour risques bancaires généraux de 31,1 millions d'euros (58,9 millions d'euros pour l'exercice 2002) en couverture des risques non individualisés inhérents aux activités de banque centrale.

## 21.2 Provision pour pensions

La provision pour pensions s'analyse comme suit :

	<b>2003 EUR</b>	<b>2002 EUR</b>
Provision pour pensions	62 678 000	57 087 000
Provision pour égalisation et aléas financiers	850 252	850 252
Provision pour augmentation PBO	1 814 039	1 108 484
	<b>65 342 291</b>	<b>59 045 736</b>

### 21.2.1 Provision pour pensions

Les pensions des agents de la Banque centrale du Luxembourg sont intégralement à charge de la BCL. Sur base de la méthode actuarielle décrite en note 2.11, et en tenant compte des hypothèses de calcul actuellement retenues, l'engagement de la BCL vis-à-vis de ses agents s'élève à 62,7 millions d'euros au 31 décembre 2003 (57,1 millions d'euros au 31 décembre 2002).

L'augmentation de la provision au cours de l'exercice résulte :

- des prélèvements mensuels effectués sur les traitements des agents de la BCL (part salariale) et de la part patronale ;
- des transferts périodiques du compte "Réserve comptable du fonds de pension" vers le compte "Provision pour pensions" afin d'ajuster ce dernier au niveau de la valeur actuarielle ;
- d'une dotation effectuée par la BCL pour l'exercice 2003 afin d'ajuster le compte "Provisions pour pensions" au niveau de la valeur actuarielle.

Au cours de l'exercice 2001, la BCL avait effectué conformément à l'article 35 alinéa 4(c) de sa loi organique un prélèvement unique sur son fonds de réserve afin de porter le fonds de pension à la taille requise au 31 décembre 2001. Par ailleurs, l'article 35 alinéa 4(a) de la loi organique précise également que "les caisses de pension luxembourgeoises qui ont reçu des cotisations pour les personnes qui sont ou deviennent agent de la BCL au jour de l'entrée en vigueur de la présente loi, versent ces cotisations au fonds de pension de la BCL".

A ce jour, les caisses de pension luxembourgeoises n'ont pas encore effectué le versement des cotisations tel que prévu par l'article 35 alinéa 4(a). En conséquence, le prélèvement unique sur le fonds de réserve de 33,8 millions d'euros effectué en 2001 a été déterminé indépendamment du montant de la créance sur les caisses de pension, celle-ci étant par conséquent destinée à la reconstitution du fonds de réserve.

### 21.2.2 Provision pour égalisation et aléas financiers

Une provision de 3 millions d'euros pour égalisation et aléas financiers avait été constituée au cours de l'exercice 2001 en vue de faire face aux besoins liés aux fluctuations des premières années en matière d'engagement du fonds de pension et/ou de compenser une baisse de rendement de l'actif. Au cours de l'exercice 2002, la provision avait été utilisée à hauteur de 2,1 millions d'euros. La provision n'a pas évolué au cours de l'exercice 2003.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### 21.2.3 Provision pour augmentation PBO

La provision de 1,8 million d'euros se base sur la charge moyenne engendrée par les nouveaux agents en matière de pension, invalidité et décès faisant déjà partie de l'effectif ou inscrits au budget 2003 mais qui ne figurent pas dans le décompte des obligations du fonds de pension au 31 décembre 2003. L'engagement ("*Projected Benefit Obligation*" ou "PBO") est égal à la valeur actuelle des prestations probables compte tenu des paramètres individuels et de la méthode actuarielle retenue. Au cours de l'exercice 2003, cette provision a ainsi été dotée de 0,7 million d'euros afin de couvrir l'augmentation de l'engagement de la BCL en matière de pension suite à l'embauche de six nouveaux agents.

### Note 22 - Comptes de réévaluation

Sont incluses sous cette rubrique les différences de réévaluation positives de change correspondant à l'écart entre le taux de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice et le taux de change moyen des positions devises et or détenues par la BCL, ainsi que les différences de réévaluation positives de prix correspondant à l'écart entre la valeur de marché à la date de clôture de l'exercice et la valeur d'acquisition amortie des positions titres.

### Note 23 - Capital et réserves

#### 23.1 *Capital*

L'Etat luxembourgeois est l'unique détenteur du capital de la BCL qui est fixé à 25 millions d'euros (25 millions d'euros au 31 décembre 2002).

#### 23.2 *Réserves*

Le montant des réserves s'élève à 114,7 millions d'euros (109,7 millions d'euros au 31 décembre 2002). Ce montant a augmenté au cours de l'exercice de 5,0 millions d'euros suite à l'affectation du bénéfice de l'exercice 2002 suivant la décision du Conseil de la BCL, en application de sa loi organique (article 31).

### Note 24 - Titres reçus en garantie

Cette rubrique comprend les titres que les établissements de crédit luxembourgeois mettent en dépôt auprès de la BCL pour couvrir leurs engagements liés aux opérations de refinancement, aux facilités de prêt marginal et aux crédits intra-journaliers.

Apparaissent également dans cette rubrique les titres déposés au Luxembourg et utilisés comme garantie en vertu de la convention "Correspondent Central Banking Model" (CCBM) par des banques commerciales situées dans d'autres Etats membres. Cette convention permet aux banques commerciales d'obtenir des fonds auprès de la banque centrale du pays dans lequel elles sont installées en utilisant comme garantie des titres détenus dans un autre Etat membre.

Au 31 décembre 2003, la valeur de marché des titres ainsi déposés en garantie auprès de la BCL s'élève à 106,4 milliards d'euros (87,1 milliards d'euros au 31 décembre 2002).

### Note 25 - Garanties émises et instruments similaires

Cette rubrique correspond aux garanties émises par la BCL dans le cadre du projet "Night Time Link". Cet engagement est garanti par des avoirs mis en dépôt auprès de la BCL pour un montant équivalent.

### Note 26 - Réserves de change gérées pour le compte de la Banque centrale européenne

Cette rubrique comprend les réserves en devises évaluées au cours du marché, transférées à la BCE en janvier 1999 et gérées par la BCL pour le compte de la BCE, reprises à l'actif dans le compte "Créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférés".

### Note 27 - Contrats à terme ferme

La BCL est engagée dans des contrats à terme sur indices obligataires et indices boursiers. Ces instruments sont détenus en majeure partie à des fins de couverture du risque sur taux d'intérêt relatif au portefeuille-titres.

Au 31 décembre 2003, l'engagement global lié à ces contrats à terme s'élève à 43,4 millions d'euros (410,6 millions d'euros au 31 décembre 2002). Afin de couvrir le dépôt de marge initial, un titre a été donné en garantie. Ce titre continue de figurer dans le bilan de la BCL pour une valeur de 5,3 millions d'euros au 31 décembre 2003 (3,5 millions d'euros au 31 décembre 2002).

## Note 28 - Revenus nets d'intérêts

Cette rubrique comprend les intérêts reçus, déduction faite des intérêts payés, sur les avoirs et engagements en devises et en euros. Le détail des intérêts reçus et payés est le suivant :

### Intérêts reçus par type

	Montants en devises EUR		Montants en euros EUR	
	2003	2002	2003	2002
FMI	2 262 546	2 928 216	-	-
Politique monétaire	-	-	542 844 349	658 390 717
Avoirs nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	-	-	-	3 601 306
Avoirs envers l'Eurosystème	-	-	6 870 656	3 662 707
Titres	331 513	-	57 424 382	39 092 983
Or	402 602	393 544	-	-
Autres	100 226	23	150 299	178 484
<b>Total</b>	<b>3 096 887</b>	<b>3 321 783</b>	<b>607 289 686</b>	<b>704 926 197</b>

### Intérêts payés par type

	Montants en devises EUR		Montants en euros EUR	
	2003	2002	2003	2002
FMI	343 789	514 552	-	-
Comptes courants (y inclus comptes de réserves) et dépôts liés aux opérations de politique monétaire	-	-	159 682 971	240 169 924
Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	-	-	281 518 341	102 062 893
Autres engagements envers l'Eurosystème	-	-	65 299 502	252 290 832
Intérêts sur dépôts à terme	-	-	4 863 958	10 530 938
Autres engagements	7 930	-	713 961	1 169 956
<b>Total</b>	<b>351 719</b>	<b>514 552</b>	<b>512 078 733</b>	<b>606 224 543</b>

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### Note 29 - Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises

Cette rubrique comprend les moins-values d'évaluation sur les devises pour 5,5 millions d'euros, sur les titres pour 0,9 million d'euros et sur les instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché pour 0,1 million d'euros (respectivement 0 million d'euros, 3,1 millions d'euros et 1,8 million d'euros pour l'exercice 2002).

### Note 30 - Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marché

Cette rubrique comprend les dotations et les reprises de provisions pour risques bancaires.

### Note 31 - Résultat net sur commissions

Les commissions perçues et payées se présentent comme suit :

	Commissions perçues		Commissions payées	
	EUR		EUR	
	2003	2002	2003	2002
Titres	6 262 926	5 351 425	6 870 605	5 846 379
Autres	261 349	181 859	191 864	263 996
<b>Total</b>	<b>6 524 275</b>	<b>5 533 284</b>	<b>7 062 469</b>	<b>6 110 375</b>

### Note 32 - Produits des participations

Cette rubrique correspond au dividende de 1,1 million d'euros distribué par la Banque centrale européenne au titre de l'exercice 2002 (2,7 millions au titre de l'exercice 2001).

En 2003, le revenu des billets en euros de la BCE s'élève à 698 millions d'euros (606 millions en 2002) et a été intégralement conservé par la BCE en accord avec la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE sur base des résultats provisoires de cette dernière (en 2002, 1,1 million d'euros avait été rétrocédé à la BCL).

### Note 33 - Résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire

A partir de 2003, le montant du revenu monétaire de chaque BCN de l'Eurosystème est déterminé en calculant le revenu annuel effectif qui résulte des actifs identifiables détenus en contrepartie des postes du passif qui leur servent de base de calcul. Cette base est composée des rubriques suivantes :

- les billets en circulation ;
- les engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire ;
- les engagements nets intra-Eurosystème résultant des opérations de TARGET ;
- les engagements nets intra-Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème.

Toute charge d'intérêts payée sur les engagements inclus dans la base de calcul est déduite du revenu monétaire mis en commun par chaque BCN.

Les actifs identifiables sont composés des rubriques suivantes :

- les concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire ;
- les créances intra-Eurosystème au titre des avoirs de réserves externes transférés à la BCE ;
- les créances nettes intra-Eurosystème résultant des opérations de TARGET ;
- les créances nettes intra-Eurosystème liées à la répartition des billets de banque en euro dans l'Eurosystème ;
- un montant limité des avoirs en or de chaque BCN, en proportion de sa clé de répartition du capital souscrit.

L'or est considéré comme ne générant aucun revenu.

Lorsque la valeur des actifs identifiables d'une BCN est supérieure ou inférieure à la valeur de sa base de calcul, la différence est compensée en appliquant à cette différence le taux de rendement moyen des actifs identifiables de l'ensemble des BCN.

Le revenu monétaire mis en commun par l'Eurosystème est réparti entre les BCN de la zone euro conformément à la clé de répartition du capital souscrit (0,1842% pour la BCL).

Calcul du revenu monétaire net alloué à la BCL pour l'exercice 2003 :

<b>(en millions d'euros)</b>	
- Revenu monétaire mis en commun par la BCL dans l'Eurosystème	32,9
- Revenu monétaire alloué à la BCL par l'Eurosystème	14,3
Revenu monétaire net mis en commun :	18,6

#### Note 34 - Autres revenus

Les autres revenus comprennent, à hauteur de 4,9 millions d'euros (10,5 millions d'euros pour 2002), le revenu correspondant à l'annulation de la dette envers l'Etat suite à la renonciation par ce dernier aux intérêts sur le dépôt à terme dus pour l'exercice 2003 (voir également note 14.1). Cette rubrique comprend également les revenus pour services rendus à des tiers, les reprises de provisions administratives et les revenus sur produits numismatiques.

#### Note 35 - Frais de personnel

Cette rubrique comprend les traitements et indemnités ainsi que la part patronale des cotisations aux régimes de retraite et d'assurance maladie. Les rémunérations des membres de la Direction se sont élevées à un total de 440 366 euros pour l'exercice 2003 (424 389 euros pour l'exercice 2002).

Au 31 décembre 2003, les effectifs de la BCL s'élevaient à 200 agents (204 au 31 décembre 2002). L'effectif moyen de la BCL pour la période du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2003 a été de 201 agents (194 pour l'exercice 2002).

#### Note 36 - Autres frais généraux administratifs

Cette rubrique comprend tous les frais généraux et dépenses courantes, en ce compris les loyers, l'entretien des locaux et l'équipement, les biens et matériels consommables, les honoraires versés et les autres services et fournitures ainsi que les frais de recrutement. Les indemnités des membres du Conseil s'élèvent à 66 147 euros pour l'exercice 2003 (58 397 euros pour 2002).

#### Note 37 - Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles

Cette rubrique comprend les dotations aux amortissements des immeubles, des rénovations d'immeubles, du matériel et mobilier, du matériel et des logiciels informatiques.

#### Note 38 - Frais relatifs à la production de signes monétaires

Cette rubrique comprend essentiellement les frais liés à la production et la mise en circulation de billets libellés en euros.

#### Note 39 - Autres frais

Cette rubrique comprend essentiellement les dotations aux provisions administratives.

## 4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

### Note 40 - Événements postérieurs à la clôture

Conformément à l'article 29.3 des statuts du SEBC, la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE fait l'objet d'une adaptation quinquennale. La première adaptation est entrée en vigueur le 1er janvier 2004.

Le 1<sup>er</sup> mai 2004, une deuxième modification sera introduite en raison de l'adhésion de dix nouveaux États membres. Conformément à la décision du Conseil du 15 juillet 2003 relative aux données statistiques devant servir à adapter la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE, les parts des BCN ont été adaptées comme suit :

Clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE (en %)		
	du 1 <sup>er</sup> janvier 1999 au 31 décembre 2003	du 1 <sup>er</sup> janvier 2004 au 30 avril 2004
Banque nationale de Belgique	2,8658	2,8297
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040
Banque de Grèce	2,0564	2,1614
Banco de España	8,8935	8,7801
Banque de France	16,8337	16,5175
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254
Banca d'Italia	14,8950	14,5726
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019
Banco de Portugal	1,9232	2,0129
Suomen Pankki - Banque de Finlande	1,3970	1,4298
<b>Sous-total Eurosysteme</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636
Bank of England	14,6811	15,9764
<b>Sous-total BCN hors zone euro</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

Au 1<sup>er</sup> janvier 2004, la part de la BCL dans le capital souscrit de la BCE a augmenté de 0,0216%, passant à 0,1708%. En conséquence, le poste de l'actif "Participation au capital de la BCE" a augmenté de 1,1 million d'euros, passant à 8,5 millions d'euros en raison du transfert d'une contribution supplémentaire au capital de la BCE.

L'adaptation de la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE entraîne non seulement la modification des participations des BCN de la zone euro dans le capital souscrit de la BCE, mais également l'adaptation des engagements de la BCE en faveur des BCN de la zone euro en raison du transfert par ces dernières d'avoires de réserves externes à la BCE. Ainsi, la créance de la BCL sur la BCE au titre des avoires de réserves externes transférés a été augmentée de 10,8 millions d'euros à 85,4 millions d'euros le 1<sup>er</sup> janvier 2004.

A partir du 1<sup>er</sup> mai 2004, le capital souscrit de la BCE et les avoires de réserves externes transférés à la BCE seront automatiquement adaptés dès lors qu'un ou plusieurs pays deviendront membre de l'Union économique et que leur banque centrale rejoindra le SEBC.





## 5. ANNEXES

### 5.1 Liste des circulaires de la BCL publiées en 2003

- Circulaire BCL 2003/179 du 8 mai 2003 concernant les 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 BCL 2003/180 du 11 juin 2003 concernant les enquêtes sur l'investissement direct étranger - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux).
- Circulaire BCL 2003/181 du 17 novembre 2003 concernant la modification du système de réserves obligatoires - à tous les établissements de crédit.
- Circulaire BCL 2003/182 du 19 décembre 2003 concernant les 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 concernant les 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 concernant la 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).

### 5.2 Publications de la BCL

Les publications sur support papier peuvent être obtenues à la BCL, dans la limite des stocks disponibles et aux conditions qu'elle fixe. Ces publications peuvent également être consultées et téléchargées sur le site [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu). Le site Internet de la Banque présente toutes les publications de la BCL depuis sa création en juin 1998.

Pour une liste complète des documents publiés par la BCE, ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site Internet de la BCE [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

#### Bulletins de la BCL publiés en 2003

- Bulletin BCL 2003/1, juin 2003
  - Introduction d'une enquête sur le crédit bancaire au Luxembourg ;
  - L'inadéquation entre l'offre et la demande sur le marché de l'emploi luxembourgeois ;
  - Enquête de conjoncture auprès des consommateurs.
- Bulletin BCL 2003/2, septembre 2003
  - Politique monétaire et rigidités ;
  - Résultats de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire ;
  - La règle de Taylor : présentation et application pour la zone euro et pour le Luxembourg.
- Bulletin BCL 2003/3, décembre 2003
  - Les taux d'intérêts de détail sur la place de Luxembourg tels que recensés par la mise en place d'une enquête mensuelle ;
  - Les taux de change effectifs en tant qu'indicateurs de compétitivité ;
  - La situation budgétaire de l'assurance maladie-maternité.

#### Rapports annuels de la BCL

- Rapport Annuel 1998, avril 1999 ;
- Rapport Annuel 1999, avril 2000 ;
- Rapport Annuel 2000, avril 2001 ;
- Rapport Annuel 2001, avril 2002 ;
- Rapport Annuel 2002, avril 2003 ;
- Annual Report 2002, mai 2003 ;
- Rapport Annuel 2003, avril 2004.

### Cahier d'études de la BCL publiés en 2003

- Cahier d'études N° 6, janvier 2003  
"The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective: the case of Luxembourg", par Muriel Bouchet ;
- Cahier d'études N° 7, février 2003  
"The analysis of risk and risk mitigation techniques in payment and securities settlement systems and the impact on central bank's oversight", par Simona Amati
- Cahier d'études N° 8, avril 2003  
"What to expect of the euro? Analysing price differences of individual products in Luxembourg and its surrounding regions", par 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.

### Brochures de la BCL

- "The Banque centrale du Luxembourg in the European System of Central Banks", par Michael Palmer, mai 2001 ;
- La Banque centrale du Luxembourg, brochure de présentation de la BCL et de ses missions (français, anglais, allemand), juin 2003.

### Conditions générales des opérations de la BCL (CD-ROM)

## 5.3 Statistiques économiques et financières de la BCL

Les tableaux statistiques listés ci-dessous sont disponibles sur le site Internet de la BCL [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) où ils sont mis à jour régulièrement. Ces tableaux sont aussi publiés dans le Bulletin de la BCL.

### 1 Statistiques de politique monétaire

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg

### 2 Évolutions monétaires et financières de la zone euro

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Créances des IFM luxembourgeoises sur les ménages et sociétés non financières par type et échéance initiale
- 2.3 Taux d'intérêt des banques luxembourgeoises sur les dépôts et crédits en euros vis-à-vis des résidents de la zone euro contractés en cours de période
- 2.4 Taux d'intérêt des banques luxembourgeoises sur les dépôts et crédits en euros vis-à-vis des résidents de la zone euro

### 3 Données générales sur le système financier au Luxembourg

- 3.1 Somme des comptes de profits et pertes en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 3.2 Somme des comptes de profits et pertes en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 3.3 Évolution globale de long terme des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois
- 3.4 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois
- 3.5 Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 3.6 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit et les autres professionnels du secteur financier
- 3.7 Taux d'intérêt et de rendements significatifs au Luxembourg
- 3.8 Crédits immobiliers consentis pour des immeubles situés au Luxembourg
- 3.9 Évolution de la situation globale des organismes de placement collectif

#### 4 Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés

- 4.1 Activité bancaire internationale : ventilation géographique
- 4.2 Actifs et passifs en euro monnaies : ventilation par devise
- 4.3 Actifs et passifs en euro monnaies : part du Luxembourg

#### 5 Développements des prix et des coûts au Luxembourg

- 5.1 Évolution des indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 5.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 5.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

#### 6 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise

- 6.1 Le produit intérieur brut aux prix du marché et ses composants
- 6.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 6.3 Indicateurs du marché de l'emploi
  - 6.3.1 Emploi et chômage
  - 6.3.2 Les composantes de l'emploi
- 6.4 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

#### 7 Finances publiques luxembourgeoises

#### 8 Balance des paiements courants du Luxembourg et position de réserve de la Banque centrale du Luxembourg

- 8.1 Balance des paiements : résumé
- 8.2 Balance des paiements : compte courant
- 8.3 Balance des paiements : investissements directs
- 8.4 Balance des paiements : investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 8.5 Avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg

#### 9 Balance commerciale du Luxembourg

#### 10 Circulation des billets et pièces en francs luxembourgeois

#### 5.4 Liste des abréviations

<b>ABBL</b>	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg
<b>AGDL</b>	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg
<b>BCC</b>	Banque centrale correspondante
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg
<b>BCN</b>	Banque centrale nationale
<b>BCPO</b>	Banque centrale du pays d'origine
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
<b>BNB</b>	Banque Nationale de Belgique
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CEF</b>	Comité économique et financier
<b>CESR</b>	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
<b>CETREL</b>	Centre de transferts électroniques Luxembourg
<b>CIG</b>	Conférence inter-gouvernementale
<b>CSFMB</b>	Comité des statistiques financières, monétaires et de balance des paiements
<b>CSPRT</b>	Comité de Systèmes de Paiement et de Règlement-Titres
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier
<b>CVS</b>	Données corrigées des variations saisonnières
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux
<b>EUROSTAT</b>	Office statistique de l'Union européenne
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>FSAP</b>	<i>Financial Sector Assessment Program</i>
<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>IBLC</b>	Institut belgo-luxembourgeois du change
<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>IFM</b>	Institution financière monétaire

## 5. ANNEXES

<b>IME</b>	Institut monétaire européen (1994-1998)	<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales
<b>IML</b>	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)	<b>SEC</b>	Système européen de comptes
<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation	<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé	<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable
<b>ISBLM</b>	Institution sans but lucratif	<b>SME</b>	Système monétaire européen
<b>LIPS-Gross</b>	<i>Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Gross Settlement System</i>	<b>SWIFT</b>	<i>Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.</i>
<b>LIPS-Net</b>	<i>Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Net Settlement System</i>	<b>SYPAL-GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>MBCC</b>	Modèle de banque centrale correspondante	<b>STATEC</b>	Service central de la statistique et des études
<b>MCE</b>	Mécanisme de change européen	<b>Système TARGET</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>NTIC</b>	Nouvelles technologies de l'information et de la communication	<b>UE</b>	Union européenne
<b>NSDD</b>	Norme spéciale de dissémination des données	<b>UEBL</b>	Union économique belgo-luxembourgeoise
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs	<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire
<b>OLAF</b>	Office de Lutte Anti-Fraude		
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif		
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole		
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement		
<b>ORLT</b>	Opération de refinancement à plus long terme		
<b>PEG</b>	Position Extérieure Globale		
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut		
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier		
<b>PTF</b>	Productivité totale des facteurs		
<b>ROA</b>	<i>Return on Assets</i>		
<b>ROE</b>	<i>Return on Equity</i>		
<b>Système RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel		
<b>RTGS-GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg		

## 5.5 Glossaire

**Abattement forfaitaire** : montant fixe qu'un établissement est habilité à déduire pour le calcul de ses **réserves obligatoires** dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**.

**Acquis communautaire** : terme utilisé habituellement pour désigner la législation communautaire dans son ensemble, y inclus les traités, les règlements et les directives. Les pays adhérant à l'Union européenne doivent avoir mis en œuvre l'acquis communautaire existant avant la date de leur adhésion.

**Agrégats monétaires** : un agrégat monétaire peut se définir comme étant la somme de **monnaie fiduciaire**, augmentée des encours de certains passifs très liquides, au sens large du terme, d'institutions financières. L'agrégat monétaire étroit **M1** a été défini par l'**Eurosystème** comme étant la somme de la monnaie fiduciaire et des dépôts à vue détenus par les résidents (autres que l'administration centrale) de la **zone euro** auprès des établissements du secteur émetteur de monnaie de la zone euro. L'agrégat monétaire **M2** comprend M1 plus les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois. L'agrégat monétaire large **M3** comprend M2 plus les contrats de mise en pensions de titres (*repurchase agreements*), les parts d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire ainsi que les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. Le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour la croissance de M3 (cf. **valeur de référence pour la croissance monétaire**).

**Appel d'offres normal** : procédure que l'**Eurosystème** utilise dans le cadre de ses **opérations d'open market régulières**. Les appels d'offres normaux sont effectués dans un délai de 24 heures. Toutes les **contreparties** qui remplissent les critères généraux d'éligibilité sont habilitées à soumettre des offres selon cette procédure.

**Appel d'offres rapide** : procédure d'appel d'offres utilisée par l'**Eurosystème** pour des **opérations de réglage fin**. Les appels d'offres rapides sont exécutés dans un délai d'une heure et réservés à un cercle restreint de **contreparties**.

**Assiette des réserves** : ensemble des éléments du bilan (en particulier les exigibilités) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

**Avoirs de réserves de change de l'Eurosystème** : ces avoirs se composent des réserves de la **Banque centrale européenne (BCE)** et de celles détenues par les banques centrales nationales des États membres participants. Les avoirs de réserves doivent (1) être à la disposition effective de l'autorité monétaire compétente, qu'il s'agisse de la BCE ou de la banque centrale nationale d'un des États membres participants et (2) se composer de créances très liquides, négociables et de bonne qualité détenues sur des non-résidents de la zone euro et libellées dans une devise autre que l'**euro** ; ils incluent également l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve auprès du Fonds monétaire international des banques centrales nationales participantes.

**Banque centrale européenne (BCE)** : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales (SEBC)** et de l'**Eurosystème**. Elle est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, soit par ses activités propres, conformément aux statuts du SEBC et de la BCE, soit par l'intermédiaire des banques centrales nationales.

**Bilan consolidé des IFM** : le bilan consolidé du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)** est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts entre IFM et dépôts des OPCVM monétaires auprès des IFM par exemple). Il fait apparaître les actifs et les passifs du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

**Conseil général** : troisième organe de la **Banque centrale européenne**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des 15 banques centrales nationales de l'Union européenne.

**Conseil des gouverneurs** : organe suprême de décision de la Banque centrale européenne (BCE). Il se compose des membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'**euro**.

## 5. ANNEXES

**Contrepartie** : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute transaction avec la banque centrale).

**Dépositaire central de titres** : système de dépôt des titres qui permet le traitement des transactions par inscription en compte. Les titres peuvent être conservés chez le dépositaire sous forme papier ou sous la forme d'enregistrements informatiques (titres dématérialisés). Outre les services de conservation et de gestion des titres (services relatifs à l'émission et au remboursement, par exemple), le dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

**Directoire** : second organe de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'Etat ou de gouvernement des Etats membres ayant adopté l'**euro**.

**Effet de base** : dans l'analyse conjoncturelle on explique souvent l'évolution des taux de variation annuelle d'une variable par des "effets de base". On est en présence d'un effet de base lorsque l'évolution du taux annuel d'une variable d'un mois  $t$  au mois  $t+1$  varie non pas en raison d'une variation du niveau de la variable du mois  $t$  au mois  $t+1$ , mais plutôt en raison de l'évolution du niveau d'il y a 12 mois.

**Établissement de crédit** : établissement répondant à la définition de l'article 1 de la directive de coordination bancaire du Parlement européen et du Conseil (2000/12/CE), c'est-à-dire "une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte".

**EURIBOR (taux interbancaire offert en euros)** : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en **euros** à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une semaine et de un à douze mois ; il s'agit de la moyenne, arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

**Euro** : nom retenu pour désigner la monnaie unique européenne, adopté par le Conseil européen, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995. Il est utilisé à la place du terme d'ECU employé dans le **Traité** à l'origine.

**Eurosystème** : il comprend la **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'**euro** (cf. **zone euro**). Il y a actuellement 12 banques centrales nationales dans l'Eurosystème. L'Eurosystème est dirigé par le **Conseil des gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE.

**Facilité de dépôt** : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une banque centrale nationale, des dépôts à vue rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé.

**Facilité de prêt marginal** : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir d'une banque centrale nationale des crédits à vue à un taux d'intérêt prédéterminé.

**Facilité permanente** : facilité de la banque centrale dont les **contreparties** peuvent bénéficier à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

**Garantie** : actif remis en garantie du remboursement des concours à court terme que les **établissements de crédit** reçoivent de la banque centrale, ou actif cédé par les établissements de crédit à la banque centrale dans le cadre de pensions.

**Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** : l'IPCH est la mesure des prix utilisée par le **Conseil des gouverneurs** pour les besoins d'évaluation de la **stabilité des prix**. Afin de respecter l'obligation faite par le **Traité** de construire un indice des prix à la consommation sur une base comparable, en tenant compte des différences dans les définitions nationales, l'IPCH a été élaboré par la Commission européenne (Eurostat) en étroite collaboration avec les Instituts de statistique nationaux et l'**Institut monétaire européen** et, ultérieurement, la **Banque centrale européenne**.

**Institut monétaire européen (IME)** : institution temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le 1<sup>er</sup> janvier 1994. Les deux missions principales de l'IME consistaient : (a) à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires ; (b) à effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique au cours de la phase III. Il a été mis en liquidation, le 1<sup>er</sup> juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne**.

**Institutions financières monétaires (IFM) :** institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Il inclut l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement d'OPCVM monétaires.

**M1, M2, M3 :** cf. **Agrégats monétaires**

**MCE II (mécanisme de change européen II) :** accord sur les taux de change qui met en place le cadre de la coopération en matière de politique de taux de change entre la zone euro et les Etats membres qui ne font pas partie de la zone euro depuis le début de la phase 3 de l'Union économique et monétaire. La participation au mécanisme est volontaire. Néanmoins, il est prévu que les Etats membres disposant d'une dérogation rejoignent le mécanisme.

**Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) :** modèle élaboré par le **Système européen de banques centrales** en vue de permettre aux **contreparties** de la zone euro d'obtenir un crédit de la banque centrale du pays dans lequel elles sont établies en utilisant une garantie déposée dans un autre pays. Dans le MBCC, la banque centrale nationale assure la fonction de conservateur pour les autres banques centrales nationales par rapport aux titres déposés dans son système national de règlements des opérations sur titres.

**Monnaie électronique :** réserve électronique de valeur monétaire sur un support technique pouvant être largement utilisé pour effectuer des paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans impliquer nécessairement de comptes bancaires dans la transaction mais servant d'instrument au porteur prépayé.

**Monnaie fiduciaire :** elle comprend les billets et les pièces ayant cours légal.

**Opération de cession temporaire :** opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

**Opération d'échange de devises :** échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosystème** peut exécuter des opérations d'open market sous la forme d'opérations d'échange de devises par lesquelles les banques centrales nationales ou la **Banque centrale européenne** achètent (ou vendent) l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent (ou le rachètent) simultanément à terme.

**Opération ferme :** opération par laquelle la banque centrale achète ou vend ferme des titres sur le marché (au comptant ou à terme).

**Opération d'open market :** opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux, qui implique l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou à terme) ; (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un accord de pension ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale ; (5) reprises de liquidité en blanc ; ou (6) **opérations d'échange de devises**.

**Opération principale de refinancement :** opération **d'open market** exécutée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'**appels d'offres** hebdomadaires et ont une échéance de deux semaines.

**Opération de refinancement à plus long terme :** opération **d'open market** que l'**Eurosystème** exécute de manière régulière et qui consiste en une **opération de cession temporaire**. Les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées par voie d'**appels d'offres** mensuels et sont assorties d'une échéance de trois mois.

**Opération de réglage fin :** opération **d'open market** réalisée par l'**Eurosystème** de façon non régulière et principalement destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

**Prix attractif :** les prix attractifs comprennent les prix psychologiques, c'est-à-dire les prix qui se terminent par les chiffres 9, 95, 98, les prix fractionnels qui se terminent par les chiffres 0 et 5 et les prix ronds qui sont des multiples de 100.

**Réserves obligatoires** : les contreparties de l'Eurosystème ont l'obligation de détenir des réserves auprès de leur banque centrale. Dans le système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**, les réserves obligatoires d'un **établissement de crédit** sont calculées par multiplication du **taux de réserves** fixé pour chaque catégorie d'éléments de l'**assiette des réserves** par le montant relatif à ces éléments figurant au bilan de l'établissement. En outre, les établissements sont habilités à déduire un **abattement forfaitaire** de leurs réserves obligatoires.

**SEC 95** : le Système Européen des Comptes Nationaux est un cadre comptable applicable au plan international permettant de décrire de façon systématique et détaillée ce que l'on appelle une "économie totale" (c'est-à-dire une région, un pays ou un groupe de pays), ses composantes et ses relations avec d'autres économies totales.

**Stabilité des prix** : maintenir la stabilité des prix est le premier objectif de la **Banque centrale européenne**. En octobre 1998, le **Conseil des gouverneurs** a publié une définition quantitative de la stabilité des prix afin de donner une orientation claire aux anticipations relatives à l'évolution des prix. Le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2% par an pour la **zone euro**. En mai 2003, le Conseil des gouverneurs a précisé que, dans la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, il visait à maintenir les taux d'inflation en dessous, mais proche de, 2% à moyen terme.

**Système européen de banques centrales (SEBC)** : système constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales (BCN) des 15 États membres, c'est-à-dire qu'il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les BCN des États membres qui n'ont pas adopté l'**euro** et qui ne participent donc pas à la conduite de la politique monétaire de l'Eurosystème.

**Système de règlement de titres** : système permettant le transfert de titres avec ou sans paiement de ces derniers.

**Système RBTR (système de règlement brut en temps réel)** : système de règlement dans lequel traitement et règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu) (cf. **système TARGET**).

**Système TARGET (de transfert de gros montants à règlement brut en temps réel)** : système de paiement composé des 15 **systèmes RBTR** nationaux et du mécanisme de paiement de la BCE. Les systèmes RBTR nationaux, du mécanisme de paiement de la BCE et du mécanisme d'Interconnexion qui permet le passage, d'un système à l'autre, des transferts transfrontières à travers l'Union européenne.

**Taux de change effectifs (nominaux/réels)** : les taux de change effectifs nominaux consistent en une moyenne pondérée de différents taux de change bilatéraux. Les taux de change effectifs réels sont les taux de change effectifs nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts en vigueur à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de coûts et de prix. Le taux de change effectif nominal de l'euro, calculé par la **Banque centrale européenne**, est une moyenne géométrique pondérée des taux de change de l'euro par rapport aux monnaies des treize partenaires commerciaux de la **zone euro**. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 1995 et 1997 et tiennent compte des effets de marchés tiers. Le taux de change effectif réel de l'euro est calculé à partir des indices de prix à la consommation (l'**Indice des prix à la consommation harmonisé** pour la zone euro et les autres États membres de l'Union européenne).

**Taux de réserves** : coefficient établi par la **Banque centrale européenne** pour chaque catégorie d'éléments du bilan assujettis inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.

**Traité** : traité instituant la Communauté européenne. Il y est souvent référé en tant que traité de Rome modifié.

**Union économique et monétaire (UEM)** : le Traité distingue trois étapes dans le processus d'Union économique et monétaire de l'Union européenne. La phase I de l'UEM a commencé en juillet 1990 et s'est achevée le 31 décembre 1993 : elle a surtout été caractérisée par la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des capitaux au sein de l'Union européenne. La phase II de l'UEM, qui a débuté le 1<sup>er</sup> janvier 1994, a notamment comporté la création de l'**Institut monétaire européen (IME)**, l'interdiction du financement du secteur public par les banques centrales et de son accès privilégié aux institutions financières, ainsi que le devoir des gouvernements d'éviter les déficits excessifs. La phase III a démarré le 1<sup>er</sup> janvier 1999, avec le transfert des compétences monétaires à l'**Eurosystème** et l'introduction de l'**euro**. Elle a été conclue le 1<sup>er</sup> janvier 2002 par l'introduction de l'euro fiduciaire.

**Valeur de référence pour la croissance monétaire :** afin d'évaluer les évolutions monétaires, le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence l'agrégat monétaire large **M3**. Cette valeur de référence représente le taux de croissance de M3 qui est jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. La valeur de référence a été calculée d'une façon qui soit conséquente et qui serve la réalisation de la **stabilité des prix**, telle que définie par le Conseil des gouverneurs, et ce, à partir des hypothèses de moyen terme concernant la croissance tendancielle du PIB en volume et la vitesse de circulation tendancielle de M3. Des écarts importants ou persistants de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques à moyen terme pour la stabilité des prix. Toutefois, le concept de valeur de référence n'implique pas que le Conseil des gouverneurs s'engage à corriger de façon mécanique les écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

**Zone euro :** états membres de l'Union européenne qui ont adopté l'**euro** en tant que monnaie unique conformément au **Traité**, et dans lesquels une politique monétaire unique est mise en œuvre sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**.









