

RAPPORT ANNUEL 2004



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
E-mail : sg@bcl.lu

TABLE DES MATIÈRES

MOT DU PRÉSIDENT	6
Chapitre 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	9
1.1 La situation économique au niveau international	9
1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme	9
1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme	11
1.1.3 Les marchés boursiers	12
1.1.4 Les taux de change	14
1.1.5 Les prix à la consommation	15
1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.7 Le commerce extérieur	20
1.1.8 La balance des paiements	22
1.2 La situation économique au Luxembourg	23
1.2.1 Les prix et les coûts	23
1.2.1.1 Les prix à la consommation	23
1.2.1.2 Les prix à la production industrielle	28
1.2.1.3 Les prix à la construction	29
1.2.2 Les activités sectorielles	29
1.2.2.1 Industrie	29
1.2.2.2 Construction	30
1.2.2.3 Commerce et autres secteurs	31
1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	31
1.2.4 La croissance économique	32
1.2.5 Le secteur financier	36
1.2.5.1 Les comptes de profits et pertes	36
1.2.5.2 L'emploi dans le secteur bancaire	39
1.2.6 Le marché du travail	40
1.2.6.1 L'emploi	40
1.2.6.2 Le chômage	42
1.2.7 Le commerce extérieur	47
1.2.8 La balance des paiements	48
1.2.8.1 Compte courant	48
1.2.8.2 Compte financier	49
1.2.9 Les projections macro-économiques	50
1.2.10 Les finances publiques	53
1.2.10.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble	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	58
1.2.11 L'activité boursière au Luxembourg	61

Chapitre 2	LES OPÉRATIONS DE LA BCL	65
2.1	Les opérations de la politique monétaire	65
2.2	La gestion des réserves de change au sein de la BCL	72
2.3	La gestion des avoirs de la BCL	72
2.3.1	Structure institutionnelle	72
2.3.2	Cadre conceptuel	73
2.3.3	Structure des portefeuilles	74
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	79
2.5	Les développements dans le domaine statistique	80
2.5.1	Les statistiques monétaires et financières	80
2.5.2	La balance des paiements et la position extérieure globale	
2.5.3	Les comptes financiers	80
2.5.4	La norme spéciale de dissémination de données du Fonds monétaire international (FMI)	80
2.6	Les systèmes de paiement et de règlement-titres	81
2.6.1	Le système de règlement brut en temps réel LIPS-Gross	81
2.6.1.1	L'activité au cours de l'année 2004	81
2.6.1.2	TARGET2	85
2.6.2	Le système de compensation interbancaire LIPS-Net	85
2.6.3	Le cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème	86
2.6.3.1	La liste des titres éligibles	86
2.6.3.2	L'utilisation des systèmes de règlement des opérations sur titres par l'Eurosystème	87
2.6.4	Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)	87
2.6.5	Le <i>Night Time Link</i> avec Clearstream	88
2.7	Contribution à la stabilité financière	88
2.7.1	La surveillance macroprudentielle	88
2.7.1.1	Surveillance permanente	88
2.7.1.2	Coopération internationale	89
2.7.2	La surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres	89
2.7.2.1	Surveillance permanente	89
2.7.2.2	Coopération internationale	89
2.7.2.3	Normes pour les systèmes de règlement des opérations sur titres	90
2.7.3	Autres activités	90

Chapitre 3	LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES	93
3.1	L'activité au niveau européen	93
3.1.1	L'élargissement de l'Union européenne	93
3.1.2	Le Pacte de stabilité et de croissance	94
3.1.3	Les Comités consultatifs	94
	3.1.3.1 Le Comité économique et financier (CEF)	94
	3.1.3.2 Le Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements	94
3.2	L'activité au niveau national	95
3.2.1	L'actualité législative	95
	3.2.1.1 La titrisation	95
	3.2.1.2 Prévention du blanchiment et du financement du terrorisme	95
	3.2.1.3 La mise en garantie de prêts bancaires auprès de la Banque Centrale de Luxembourg	96
	3.2.1.4 Réaménagement institutionnel	96
3.2.2	Les Comités BCL	96
3.2.3	Les actions de formation de la BCL	97
3.2.4	L'activité au niveau du Fonds monétaire international (FMI) et d'autres organisations internationales	97
3.2.5	Les manifestations extérieures	98
	3.2.5.1 Les relations extra-européennes	98
	3.2.5.2 Réunions à Luxembourg de Comités et de Groupes de travail	98
	3.2.5.3 Autres	99
3.3	La communication de la BCL	99
3.3.1	Déclaration de Mission de l'Eurosystème et positionnement de la BCL	99
3.3.2	Les bulletins périodiques	99
3.3.3	Les cahiers d'études	100
3.3.4	Le site Internet	100
3.3.5	La Bibliothèque	101

Chapitre 4	LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION	103
4.1	L'organisation de la BCL	103
4.1.1	Le Conseil et le Comité d'audit	103
4.1.2	La Direction	104
4.1.3	L'organigramme de la BCL	105
4.2	Le personnel de la BCL	106
4.2.1	L'évolution des effectifs	106
4.2.2	La gestion des ressources humaines	107
4.2.3	La formation du personnel	107
4.2.4	Le Fonds de pension	108
4.3	Les immeubles	109
4.4	La comptabilité et le budget	109
4.4.1	La comptabilité et les finances	109
4.4.2	Le budget	110
4.5	Les activités d'audit interne	110
4.6	Les comptes financiers au 31 décembre 2004	111
4.6.1	Les chiffres-clés à la clôture du bilan	111
4.6.2	Le rapport du Réviseur d'entreprises	112
4.6.3	Le bilan au 31 décembre 2004	113
4.6.4	Le hors bilan au 31 décembre 2004	115
4.6.5	Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2004	115
4.6.6	L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2004	116
Chapitre 5	ANNEXES	133
5.1	Liste des circulaires de la BCL publiées en 2004	133
5.2	Publications de la BCL	133
5.3	Statistiques économiques et financières de la BCL	134
5.4	Liste des abréviations	135
5.5	Glossaire	137

MOT DU PRÉSIDENT

Bien que l'Eurosystème ait maintenu son taux directeur à des niveaux historiquement bas de façon prolongée, il faut se rendre à l'évidence que les stimulants monétaires ne semblent pouvoir exercer un effet déterminant et soutenu sur la dynamique de la croissance en Europe.

Face à des taux bas sur toute la courbe des échéances, des liquidités amples, voire excessives, des taux d'intérêts réels proches de zéro, la politique monétaire a épuisé sa marge de manœuvre et ne peut mettre en péril son mandat de stabilité des prix face à ce qu'il faut bien appeler un problème croissant de confiance au regard des difficultés de mise en œuvre des réformes inéluctables dont le retard se fera au prix d'un effort plus élevé.

Avec une croissance réelle de 4,5% en 2004, le Luxembourg peut-il échapper à cette logique ? On doit constater que cette croissance va de pair avec un accroissement du déficit public et du chômage. En outre, elle s'accompagne d'un recul de l'investissement et d'un développement des prix à un niveau qui ne permettrait aujourd'hui pas l'entrée de notre pays dans la zone euro.

Une caractéristique normale et désirable d'une économie de marché est le processus d'ajustement aux conditions économiques changeantes. Celui-ci implique l'ajustement permanent des prix relatifs au sein de chaque pays et de chaque secteur ; il ne souffre pas l'immobilisme. Les rigidités affectant les mécanismes de formation des prix et des salaires entraînent des distorsions de prix relatifs qui, à la suite de chocs externes, tendent à se pérenniser et à affecter le bien-être futur d'une nation.

L'absence de réformes nous procurera une inflation plus élevée que tous les autres pays de la zone euro, des taux d'intérêts négatifs spoliant surtout la petite épargne, une perte de compétitivité, en bref une appréciation du taux de change réel qui forcera l'ajustement par le marché de l'emploi et le tissu productif. La forte demande extérieure pour l'acier et les services financiers ne devrait pas nous inspirer une attitude de complaisance au regard de notre cadre macroéconomique, en particulier face aux pressions concurrentielles croissantes.

Les appels au protectionnisme et autres vieux démons de notre continent se réveillent ; ils constituent la véritable menace pour une petite économie ouverte et insuffisamment diversifiée. Toute forme de protectionnisme pèsera lourdement sur le dynamisme de l'économie, érodera la confiance des investisseurs et rendra l'accès à ce marché fermé encore plus difficile. Ceci vaut pour les biens et services, mais aussi pour l'emploi. La composante sociale de notre économie de marché fait partie de notre passé chèrement acquis et qui forge notre identité. Il ne faudrait plus opposer le marché et le social, mais améliorer le fonctionnement efficace des deux. Les pays du Nord de l'Europe l'ont compris, préférant protéger la personne plutôt que l'emploi et laisser les marchés fonctionner librement.

Il faut dépasser les réflexes défensifs inspirés par la peur et renouer avec les valeurs de ceux qui ont reconstruit le pays après la guerre ; il convient d'augmenter le taux de participation et intégrer mieux que par le seul salaire ceux qui contribuent à notre richesse.

S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte de notre scénario international, il est justifié de revoir à la baisse les projections de la croissance économique pour l'année 2005, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,2% à 3,8%. La demande internationale adressée au Luxembourg pourrait connaître une nouvelle accélération en 2006 dans un contexte européen plus favorable avec à la clé un chiffre de l'ordre de 3,9% de croissance en 2006.

Mesurée par l'IPCH, **l'inflation du Luxembourg** s'est établie à 3,2% en moyenne en 2004, soit une augmentation substantielle par rapport au taux de 2,5% enregistré en 2003. Ainsi, 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. Cette détérioration résulte essentiellement de l'évolution des prix de l'énergie et du tabac. A noter que le Luxembourg a occupé en mars et avril 2005, avec respectivement 3,5% et 3,7% en termes annuels, le dernier rang dans la zone euro en matière d'évolution de l'IPCH global. La prochaine indexation automatique des salaires est prévue pour le quatrième trimestre 2005. L'évolution de l'IPCH, dont le rythme de progression moyen s'accroîtrait pour s'établir à 3,5% en 2005, contraste pourtant avec celui de l'IPCN.

Le **taux de chômage** a augmenté de 2,6% en 2001 à 4,2% en 2004, en dépit de la reprise de la conjoncture observée depuis 2002. Cette évolution paradoxale semble mettre en cause l'existence d'une relation inverse entre la croissance économique et les évolutions du chômage ("loi d'Okun"). Les calculs de la BCL indiquent que le taux de croissance du PIB nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au sens strict se situe dans un intervalle de 5,7% à 7,3% au Luxembourg. Notons que le taux de croissance moyen au Luxembourg a été inférieur à cet intervalle sur la période allant de 1985 à 2004. Ceci suggère que la loi d'Okun n'apporte qu'une explication partielle de l'évolution du chômage au Luxembourg. La structure atypique du marché de l'emploi luxembourgeois pourrait être à l'origine de cette faible "réactivité" du taux de chômage à la conjoncture. En effet, la présence de travailleurs frontaliers au Luxembourg, qui participent à la production et donc à l'évolution du PIB, mais qui, lorsqu'ils perdent leur emploi, ne sont pas comptabilisés dans les statistiques du chômage, serait susceptible de fragiliser la relation entre l'évolution du taux de chômage et celle du PIB.

Les **administrations publiques** luxembourgeoises ont sans discontinuer dégagé des excédents budgétaires de 1993 à 2003, ces derniers ayant même culminé à plus de 6% du PIB en 2000 et 2001. La survenance d'un déficit significatif en 2004 (1,1% du PIB) constitue une inflexion majeure à cet égard. La détérioration des finances publiques observée en 2004 s'explique par un taux de croissance des dépenses (+9%) nettement supérieur à la progression des recettes (+5,3%). Les projections de printemps de la BCL laissent augurer une nouvelle détérioration budgétaire au cours de la période 2005 à 2007. En l'absence de réaction les administrations publiques seraient déficitaires à raison de 1,8% du PIB en 2007. Selon la méthodologie du SEBC, le solde apuré des cycles conjoncturels atteindrait -1,4% et -1,7% du PIB en 2006 et 2007, respectivement. Ces soldes seront difficilement compatibles avec le pacte de stabilité réformé.

Sous la présidence luxembourgeoise, le Conseil ECOFIN est en effet parvenu, le 20 mars 2005, à un accord sur la réforme du **Pacte de Stabilité et de Croissance** (PSC). L'impact du nouvel accord sur la situation budgétaire dépendra des modalités présidant à sa mise en œuvre. Ainsi, la façon dont les objectifs à moyen terme seront appréhendés au niveau national sera décisive. Il est essentiel que ces derniers soient assimilés à un premier point d'ancrage de la politique budgétaire, qui ne dispense nullement les autorités nationales de l'adoption d'objectifs plus ambitieux. En vertu de l'accord de mars 2005, l'objectif à moyen terme (borne inférieure) serait un déficit apuré de la conjoncture égal à un pourcent du PIB dans les pays à endettement faible et à forte croissance. Au Luxembourg, un tel déficit donnerait lieu à une dégradation significative de la situation patrimoniale des administrations publiques. Il serait de surcroît peu compatible avec le respect de la valeur de référence de 3%, du fait notamment d'une volatilité des cycles conjoncturels plus prononcée au Luxembourg que dans d'autres Etats membres. Afin d'assurer le respect de la valeur de référence et le maintien des actifs nets à un niveau suffisant, les autorités luxembourgeoises devraient proposer dans leurs actualisations successives du programme de stabilité, des objectifs plus ambitieux que l'objectif à moyen terme découlant de l'accord de mars.

Yves Mersch



1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

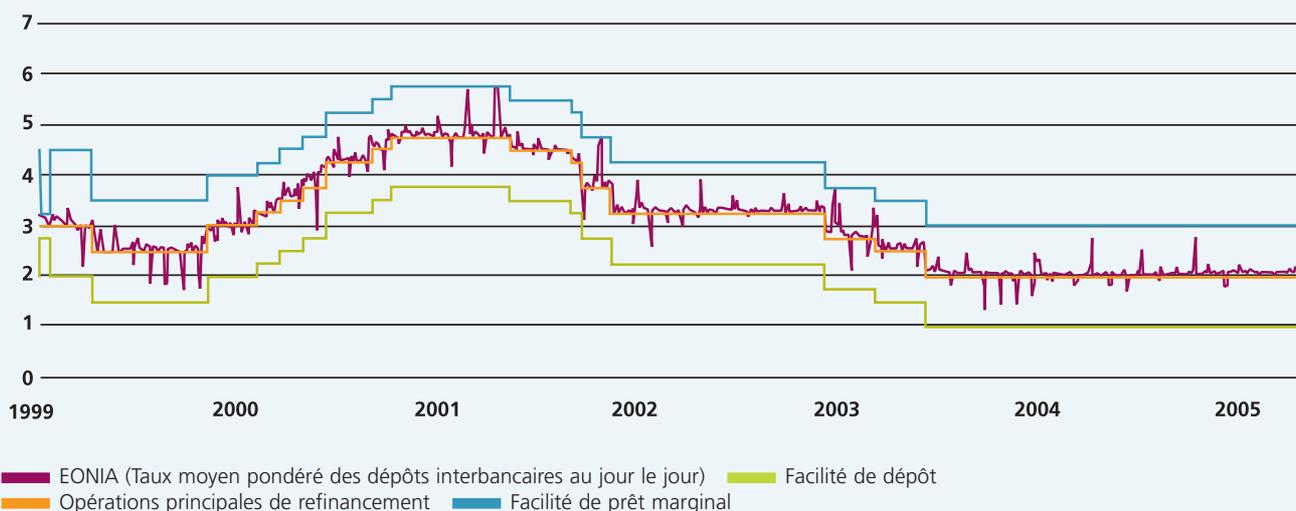
1.1 La situation économique au niveau international

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Après avoir baissé les taux directeurs à deux reprises en 2003, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a estimé, au cours de toute la période sous revue, que le niveau des taux d'intérêt demeurerait approprié pour assurer la stabilité des prix à moyen terme au sein de la zone euro.

Ainsi, le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement a été maintenu à 2%, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été laissés inchangés, respectivement, à 1% et 3%.

GRAPHIQUE 1 : TAUX DIRECTEURS DE L'EUROSISTÈME ET TAUX EONIA



Source : BCE, Bloomberg

Note : Pour les opérations principales de refinancement, il s'agit du taux fixe jusqu'au 28 juin 2000 et du taux de soumission minimal à partir de cette date.

Les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, se situent à des niveaux exceptionnellement bas depuis 2003, soutenant ainsi le redressement de l'activité économique dans la zone euro. Cependant, en dépit d'une croissance mondiale considérable, la reprise est restée modérée pendant l'année sous revue et s'est ralentie aux troisième et quatrième trimestres, notamment sous l'effet de la persistance des prix élevés du pétrole.

Il convient de noter qu'il faut distinguer entre l'évolution des prix à court et à moyen terme et que l'hypothèse reste un retour de l'augmentation des prix à son niveau antérieur. En outre, l'appréciation de l'euro atténuait l'impact d'une hausse des prix des matières premières libellées en dollars, dont le pétrole, sur le niveau général des prix. L'absence d'effets de second tour et d'effets indirects jusqu'à présent permettait en plus d'éviter des tensions inflationnistes supplémentaires. La persistance de niveaux de prix élevés pour les matières premières laisse toutefois peser un risque sur cette hypothèse.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Depuis le début de 2005, le Conseil des gouverneurs n'a pas modifié son évaluation de la stabilité des prix à moyen terme malgré des risques accrus découlant surtout de l'évolution des cours du pétrole. Soutenu par la demande mondiale, le redressement de l'activité économique dans la zone euro devrait se remettre sur sa trajectoire vers le potentiel de croissance en fin de 2005.

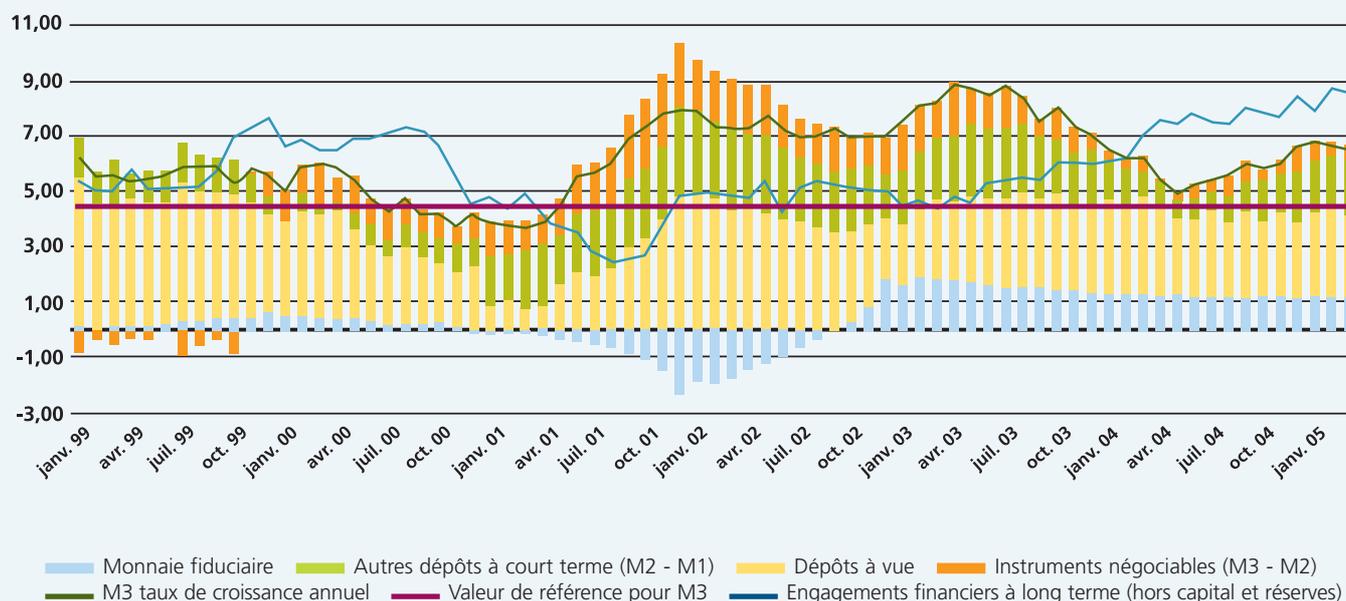
Enfin, le Conseil des gouverneurs ne cesse de souligner l'importance de politiques budgétaires soutenables et de réformes structurelles afin de renforcer la confiance des consommateurs ainsi que le relèvement du potentiel de croissance économique au sein de la zone euro. A noter que l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles sont propices au maintien de la stabilité des prix à des taux d'intérêt relativement bas.

S'agissant de l'analyse monétaire, le taux de croissance annuel de l'agrégat large (M3) est resté supérieur au taux de référence depuis mai 2001 et la liquidité disponible dans la zone euro continue donc à dépasser le volume requis pour assurer une croissance non inflationniste. Malgré un ralentissement considérable de la croissance annuelle de M3 entamé au deuxième semestre 2003, la progression de l'agrégat large a rebondi en juin 2004 pour atteindre 6,5% en mars 2005.

Cependant, en moyenne le taux de croissance annuel de l'année sous revue était inférieur à la croissance annuelle des deux années précédentes (5,81% en 2004, contre 8,08% en 2003 et 7,25% en 2002).

L'évolution de M3 a été influencée par deux développements antagonistes. D'un côté, les taux d'intérêt historiquement bas et donc le faible coût d'opportunité de la détention d'actifs monétaires liquides qui en résulte, expliquent la persistance des taux de croissance annuels élevés de la monnaie fiduciaire et des dépôts à vue. Ce facteur est renforcé par l'évolution plus dynamique des crédits bancaires au secteur privé, et en particulier en vue de financements immobiliers. D'autre part, il y a lieu de constater que la normalisation des portefeuilles qui s'était amorcée en mi-2003 après l'atténuation des incertitudes sur les marchés financiers a continué depuis lors. Cette observation est soutenue par la décomposition de M3 qui montre une plus faible contribution des instruments négociables (M3 - M2) à la croissance annuelle de l'agrégat large, ainsi que par l'analyse des engagements financiers à plus long terme non repris dans M3 qui montre une progression plus accentuée de ces engagements.

GRAPHIQUE 2 : M3, SES COMPOSANTES ET LES ENGAGEMENTS FINANCIERS À LONG TERME



Source : BCE

L'accélération de la croissance monétaire observée depuis juin 2004 s'explique donc par l'impact des taux d'intérêt historiquement bas sur la demande des composantes les plus liquides de M3, impact qui l'a de plus en plus emporté sur l'effet modérateur du réaménagement des portefeuilles. Le bas niveau des taux d'intérêt a également alimenté la croissance des prêts au secteur privé, notamment des prêts aux ménages. La progression des crédits hypothécaires, qui a dépassé 10% sur base annuelle au 1^{er} trimestre 2005, a fortement contribué à cette évolution.

Le recoupement des analyses économique et monétaire confirme donc que l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure compatible avec la stabilité des prix à moyen terme, bien que des risques à la hausse subsistent.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

Tout au long de l'année sous revue, les rendements obligataires à long terme ont varié largement en fonction de l'évolution des cours du pétrole et du marché du travail aux Etats-Unis. Outre l'impact sur l'inflation, un renchérissement des prix pétroliers est normalement lié à une révision à la baisse, par les opérateurs de marché, des perspectives de croissance économique, conduisant à un ajustement des anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme.

Le lien entre les rendements obligataires à long terme et les développements sur le marché du travail est cependant moins orthodoxe. Les opérateurs de marché préoccupés par la soutenabilité de la reprise économique aux Etats-Unis, craignaient que cette reprise puisse être sans effet sur la création d'emploi. Comme la demande intérieure constitue un élément principal du redressement de l'activité économique, les données relatives à l'emploi salarié non agricole publiées par les autorités américaines ont influencé les anticipations des opérateurs de marché quant à l'évolution du taux d'intérêt à court terme. Celles-ci se sont ensuite répercutées sur les rendements des emprunts publics à long terme, d'abord aux Etats-Unis et par la suite dans la zone euro. Néanmoins, ces derniers étaient touchés en moindre mesure par les anticipations découlant de l'évolution du marché de l'emploi.

Les rendements obligataires à long terme ont largement évolué en parallèle dans la zone euro et aux Etats-Unis au long de l'année sous revue. Fin 2004, les rendements des titres publics à long terme se sont établis à des niveaux historiquement bas dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis ces rendements étaient à peu près au même niveau que fin 2003. Plus récemment, les rendements des titres publics à long terme se sont repliés jusqu'en mi-février quand ils ont rebondi pour repartir à la baisse un mois plus tard.

GRAPHIQUE 3 : LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME



Source : Bloomberg

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Lors du premier trimestre 2004, les rendements des emprunts publics à long terme continuaient la tendance baissière entamée en 2003 suite à la publication de données relatives à l'évolution du marché du travail inférieures aux attentes des opérateurs de marché. En février et en mars 2004, la publication de données macroéconomiques jugées décevantes ont exercé des pressions à la baisse supplémentaires.

Dans ce contexte, l'évolution plus favorable que prévu du marché du travail américain a entraîné à la hausse les rendements obligataires à long terme vers la fin du mois de mars 2004, principalement aux Etats-Unis. L'évolution des cours du pétrole renforçait cette hausse qui s'est poursuivie en avril, pour s'interrompre entre mi-mai et fin juin quand les perspectives d'inflation s'amélioraient après le recul temporaire des prix du pétrole.

Sur la base de nouvelles données décevantes relatives au marché du travail américain, et surtout de la persistance des prix élevés du pétrole qui renforçait les préoccupations des opérateurs de marché concernant les perspectives de croissance aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, une nouvelle baisse tendancielle s'est amorcée durant les premiers mois de 2005.

A partir de fin octobre 2004, les rendements des titres publics à long terme ont commencé à se découpler des deux côtés de l'Atlantique. Ce découplage découlait de la publication de données relatives à l'emploi qui ont dépassé les attentes des opérateurs de marché aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro l'appréciation de l'euro face au dollar renforçait les craintes concernant les perspectives de croissance. Début décembre, la publication de données relatives à l'emploi déterminaient une nouvelle fois l'évolution des rendements obligataires à long terme, mais cette fois-ci les données étaient décevantes, entraînant ainsi les rendements obligataires à la baisse. En cours de mois, les déclarations du Comité fédéral de l'*open market* aux Etats-Unis exerçaient cependant un effet modérateur sur cette baisse, puisqu'il apparaissait qu'une hausse des taux directeurs américains pourrait s'effectuer plus tôt que prévu.

La baisse tendancielle des rendements obligataires à long terme a cependant continué entre décembre 2004 et mi-février 2005. Dans la zone euro, les rendements obligataires à long terme ont largement suivi l'évolution des rendements américains ; ce développement a fait chuter les rendements des titres publics à long terme de la zone euro à des niveaux historiquement bas.

Cette évolution n'est pas seulement imputable à une révision à la baisse des anticipations de croissance et d'inflation aux Etats-Unis et à des perspectives de croissance moins optimistes dans la zone euro mais pour une bonne partie à l'achat renforcé d'obligations par les investisseurs institutionnels afin de s'adapter aux nouvelles réglementations prudentielles et comptables.

Le rebond des rendements en mi-février 2005 est attribuable aux déclarations du président du Comité fédéral de l'*open market*, sur base desquelles les opérateurs de marché ont conclu que le resserrement monétaire serait plus marqué que prévu. Au mois de mars, les évolutions des rendements obligataires à long terme ont été divergentes, découlant sans doute des perspectives économiques différenciées aux Etats-Unis et dans la zone euro.

1.1.3 Les marchés boursiers

Aux Etats-Unis et dans la zone euro, les grands indices boursiers ont poursuivi la reprise entamée en 2003 après une performance mixte tout au long des huit premiers mois de l'année sous revue. La progression du Nikkei 225 fut moins importante et se poursuivait d'ailleurs dans un environnement quelque peu plus volatil. L'indice boursier japonais a progressé de 7,61% entre fin 2003 et fin 2004 (clôture à 11 488,76 points), alors que le Dow Jones EuroStoxx et le Standard and Poor's 500 ont enregistré des hausses respectives de 9,96% et 8,99% pour s'établir, à 267,41 et 1 211,92 points fin 2004. Si en règle générale les résultats des entreprises et le bas niveau des rendements des titres publics à long terme ont soutenu une reprise des cours des actions dans un contexte d'incertitude réduite tout au long de l'année écoulée, la flambée des prix du pétrole a néanmoins pesé sur ces cours, surtout au Japon où la reprise économique a été principalement tirée par le secteur exportateur.

Plus récemment, la progression du Dow Jones EuroStoxx a largement dépassé celle des deux autres principaux indices boursiers. Cette évolution résultait en majeure partie de la bonne performance des entreprises de la zone euro. Cependant, en avril quelques craintes concernant l'évolution future de l'économie mondiale et des bénéfices des entreprises sont apparues, entraînant des corrections techniques.

GRAPHIQUE 4 : LES GRANDS INDICES BOURSIERS DANS LA ZONE EURO, AUX ETATS-UNIS ET AU JAPON
(INDICE : 01/01/2004 = 100 ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

Note : Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les Etats-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon.

Aux Etats-Unis et dans la zone euro, les cours boursiers ont continué leur tendance à la hausse lors des deux premiers mois de l'année écoulée. Soutenue par le recul des rendements obligataires réels à long terme, cette progression s'inscrivait dans le cadre de signaux positifs relatifs aux résultats des entreprises. Pendant la même période, le Nikkei 225 progressait dans un environnement de fluctuations accrues liées aux craintes concernant l'évolution future du taux de change du yen. Alors qu'aux Etats-Unis et surtout dans la zone euro la tendance à la hausse fut interrompue en mars 2004 suite aux attentats à Madrid, le Nikkei 225 continuait d'augmenter après une courte baisse. La progression de l'indice boursier japonais découlait principalement de l'atténuation de l'incertitude concernant les exportations.

Les incertitudes liées aux attentats à Madrid se dissipant rapidement, les cours boursiers continuaient de progresser modérément suite à l'évolution des prix du pétrole et à la hausse des rendements des titres publics à long terme, notamment aux Etats-Unis. Les cours chutaient fin avril pour rebondir en mi-mai sous l'effet du recul temporaire des prix du pétrole qui continuait à soutenir les cours boursiers pour la majeure partie du mois de juin.

Cette reprise fut renforcée, aux Etats-Unis et dans la zone euro, par des révisions à la hausse des prévisions de bénéfice des entreprises. Au Japon, c'était surtout le sentiment relatif aux perspectives économiques qui soutenait la progression de l'indice boursier.

Fin juin, les cours des actions se repliaient à nouveau bien que les résultats des entreprises pour le deuxième trimestre dépassaient les attentes aux Etats-Unis et dans la zone euro. Cette baisse découlait largement de la persistance des cours élevés du pétrole et s'est prolongée jusqu'à ce que la hausse des prix pétroliers fut brièvement interrompue à la mi-août. La publication de certaines données macroéconomiques moins bonnes que prévu aux Etats-Unis constituait une source d'inquiétude supplémentaire, alors qu'au Japon l'incertitude concernant les exportations pesait à nouveau sur le Nikkei 225. La reprise du Dow Jones EuroStoxx et du Standard and Poor's 500 qui s'était amorcée au cours du mois d'août s'inscrivait d'ailleurs dans le cadre de l'atténuation des préoccupations relatives aux prévisions des résultats d'entreprises. En même temps, la baisse des rendements obligataires à long terme entamée en juin était propice à une progression des cours des actions.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Après un bref repli en septembre lié à l'évolution des prix du pétrole, les cours boursiers récupéraient à nouveau pour fléchir temporairement au cours du mois d'octobre quand les cours du pétrole atteignaient un niveau record pour l'année 2004. Soutenus par les bons résultats d'entreprises, les indices boursiers augmentaient jusqu'à la fin de l'année écoulée sous l'effet d'un recul prolongé, bien que volatil, des cours du pétrole. De plus, au Japon et dans la zone euro le bas niveau des rendements obligataires à long terme continuait d'avoir un effet favorable sur les cours boursiers.

Lors des premiers mois de 2005, la progression du Dow Jones EuroStoxx dépassait largement celle du Standard and Poor's 500 et du Nikkei 225 ; cette évolution résultait principalement de la bonne performance continue des entreprises de la zone euro. En janvier, une nouvelle hausse des prix du pétrole pesait sur les cours des actions. Cependant, dans la zone euro les données relatives aux bénéfiques des entreprises exerçaient un effet modérateur sur l'impact qui découlait de l'évolution des prix pétroliers. Sur base de fortes améliorations des résultats des entreprises, les trois indices boursiers poursuivaient ensuite leur progression et cela nonobstant leur niveau élevé et la hausse des cours du pétrole jusqu'en mi-mars. Toutefois, le nouveau sommet atteint par les prix pétroliers au mois de mars a commencé à peser sur les cours boursiers qui ont replongé, notamment aux Etats-Unis, relayés par des craintes concernant l'évolution future de l'économie et de la performance des entreprises.

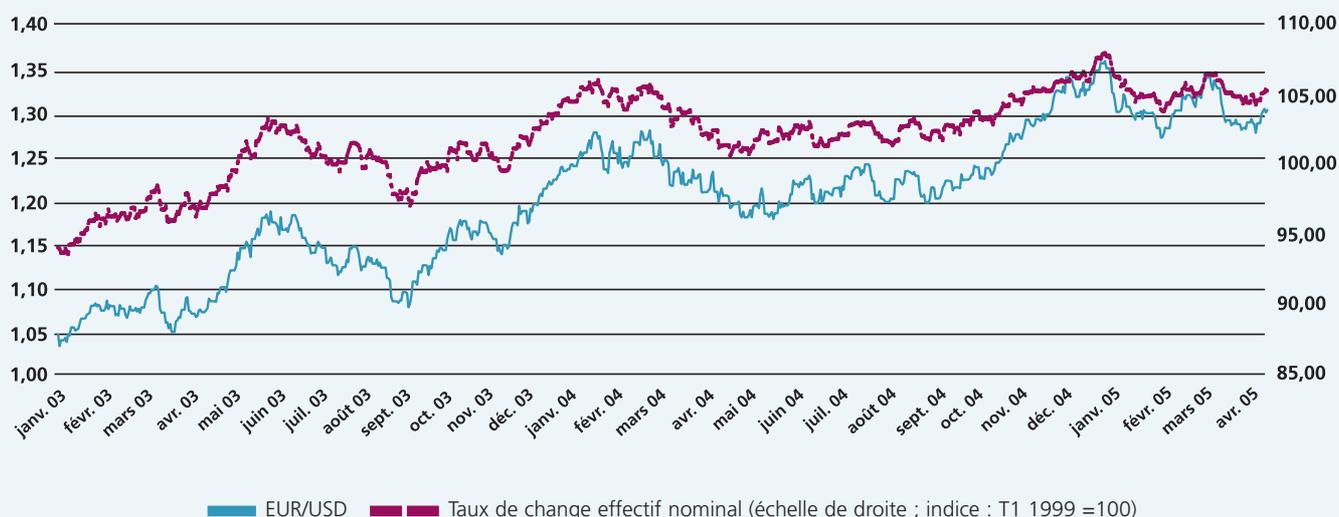
1.1.4 Les taux de change

Entre fin 2003 et fin 2004, le taux de change de l'euro s'est apprécié de 8% par rapport au dollar pour s'établir à USD 1,36. Vu le poids important de la devise américaine dans le calcul du taux de change effectif de l'euro¹, cette appréciation s'est traduite sur les taux de change effectifs nominal et réel de l'euro. Il est aussi utile de rappeler que certaines monnaies asiatiques, dont le renminbi chinois et le dollar de Hong Kong, sont ancrées au dollar. En termes de taux de change effectif nominal, l'euro s'est apprécié d'environ 2,3% en 2004 ; en termes réels, le taux de change effectif de l'euro a progressé de 1,83% en 2004 en liaison avec l'appréciation du taux de change effectif nominal.

L'évolution du taux de change de l'euro face au dollar a été assez variée en 2004 ; cependant, à partir du mois d'août, l'euro s'est clairement apprécié par rapport à la devise américaine. Dans la plupart des cas, la publication de données relatives au déficit courant américain a eu une incidence assez importante sur le taux de change du dollar.

Depuis le début de l'année en cours, des spéculations concernant une diversification des réserves de change par les banques centrales asiatiques ont joué un rôle dans l'évolution du taux de change de l'euro face au dollar.

GRAPHIQUE 5 : LE TAUX DE CHANGE DE L'EURO



Source : Bloomberg, BCE

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

Entre janvier et mi-octobre 2004, le taux de change effectif de l'euro a généralement évolué en parallèle avec le taux de change par rapport au dollar. La tendance haussière de l'euro vis-à-vis au dollar fut interrompue début 2004 suite à une amélioration des perspectives économiques aux Etats-Unis ; en outre, les opérateurs de marché semblaient avoir modifié leurs perceptions relatives au déficit commercial américain. En dépit de fortes fluctuations, l'euro restait généralement stable par rapport au dollar avant d'entamer une baisse prolongée en mi-février qui s'est poursuivie jusqu'en mai vu les signaux positifs liés en grande partie à l'évolution du marché de travail américain. A partir de mai, une nouvelle période de fluctuations importantes s'était amorcée, bien que ces variations s'inscrivaient dans le cadre d'une faible progression de l'euro par rapport au dollar. Les fluctuations découlaient principalement de la publication de données économiques contrastées, aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro.

A partir de la fin du mois d'août, l'euro entamait une longue période de raffermissement qui continuait jusqu'à la fin de l'année écoulée. Les décisions du Comité fédéral d'*open market* de hausser les taux à plusieurs reprises n'avaient guère d'influence sur les taux de change, ces modifications ayant été largement anticipées par les opérateurs de marché. A partir de mi-octobre l'euro s'est fortement apprécié face au dollar ; l'évolution des cours du pétrole en septembre et octobre, ainsi qu'un regain d'inquiétude relatif au financement du déficit courant américain en novembre et décembre, ont contribué à cette évolution. Cependant, en termes effectifs cette appréciation fut plus modérée ; ceci s'explique en partie par la plus faible progression de l'euro par rapport au yen (jusqu'en fin novembre), mais surtout par rapport à la livre sterling qui intervient avec un poids considérable dans le calcul du taux de change effectif de l'euro.

Début janvier 2005, l'euro s'est replié face au dollar suite à la publication d'un compte-rendu de la réunion du Comité fédéral d'*open market* qui laissait apparaître des craintes quant aux perspectives d'inflation aux Etats-Unis. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar continuait jusqu'en mi-février, sur base d'inquiétudes en déclin concernant les déficits structurels aux Etats-Unis pour ensuite repartir à la hausse entre mi-février et mi-mars, avec la réapparition de ces craintes et avec l'apparition de spéculations quant à une éventuelle diversification des portefeuilles de réserves de change par plusieurs banques centrales asiatiques. Dans la deuxième quinzaine du mois de mars l'euro s'est à nouveau inscrit en baisse, sous l'influence d'un différentiel croissant des taux directeurs entre la zone euro et les Etats-Unis.

À partir de fin mars, l'euro a varié dans une fourchette assez étroite. Le 28 avril 2005, l'euro s'établit à USD 1,31.

Tout comme le taux de change de l'euro face au dollar, le taux de change effectif nominal s'est à nouveau inscrit en baisse à partir de janvier 2005 ; entre début janvier et fin avril 2005, ce dernier a déprécié de 2,7%. L'euro s'est donc non seulement déprécié par rapport au dollar et aux monnaies asiatiques ancrées à ce dernier, mais aussi face à plusieurs autres devises principales dont la livre sterling.

Depuis l'élargissement du 1^{er} mai 2004, les devises de six nouveaux Etats membres ont adhéré au Mécanisme de change européen II (MCE II). Le 28 juin 2004, l'Estonie, la Lituanie et la Slovaquie ont rejoint le MCE II. Les cours pivots vis-à-vis de l'euro ont été fixés à EUR/EEK 15,6466 pour la couronne estonienne, EUR/LTL 3,45280 pour le litas lituanien et EUR/SIT 239,640 pour le tolar slovène ; les trois devises ont évolué dans une fourchette très étroite depuis leur adhésion au MCE II. Le 2 mai 2005, Chypre, la Lettonie et Malte ont également intégré le MCE II. Les cours pivots de ces monnaies par rapport à l'euro ont été arrêtés à EUR/CYP 0,585274 pour la livre chypriote, EUR/LVL 0,702804 pour le lats letton et EUR/MTL 0,429300 pour la lire maltaise.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle moyenne de la zone euro, mesurée par l'IPCH, s'est élevée à 2,1% en 2004, inchangée par rapport à l'année précédente.

Les hausses inattendues du cours du pétrole et de la fiscalité indirecte (surtout sur le tabac), et des prix réglementés (notamment des soins de santé) ont constitué les principaux impacts haussiers sur les prix à la consommation. Par contre, l'appréciation de l'euro, l'atonie de la demande et la baisse du taux de progression annuel des prix des produits alimentaires non transformés - en raison des conditions météorologiques favorables - en 2004 ont contrebalancé ces tensions inflationnistes.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 1 : ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ (IPCH) ET DE SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO (VARIATIONS ANNUELLES EN POURCENTAGES)

	2002	2003	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005
				janv.	févr.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	févr.	mars
IPCH Global	2,3	2,1	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1
dont																		
Biens	1,7	1,8	1,8	1,3	1,0	1,1	1,8	2,4	2,2	2,1	2,1	1,8	2,2	2,0	2,0	1,6	1,8	1,9
<i>Alimentation</i>	3,1	2,8	2,3	3,1	2,7	3,1	2,9	3,1	2,8	2,6	2,1	1,4	1,2	1,0	2,0	1,5	1,9	1,5
- Produits alimentaires non transformés	3,1	2,1	0,6	2,9	1,9	1,7	1,6	1,7	1,2	0,7	-0,2	-1,5	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3
- Produits alimentaires transformés	3,1	3,3	3,4	3,3	3,2	4,1	3,9	3,9	3,8	3,8	3,6	3,3	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6
<i>Produits manufacturés</i>	1,0	1,2	1,6	0,4	0,2	0,1	1,2	2,1	2,0	1,8	2,1	2,0	2,7	2,5	2,0	1,7	1,8	2,1
- Produits manufacturés hors énergie	1,5	0,8	0,8	0,6	0,8	0,7	1,0	0,9	0,9	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4
- Énergie	-0,6	3,0	4,5	-0,4	-2,2	-2,0	2,0	6,7	5,9	5,9	6,5	6,4	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8
Services	3,1	2,5	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5
ICPH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,5	2,0	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,0	2,0	1,9	2,1	1,7	1,6	1,6

Source : Eurostat

En ce qui concerne l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro début 2005, le rythme de progression annuel de l'IPCH est revenu à 1,9% en janvier, soit une décélération de 0,5 point de pourcentage par rapport au mois de décembre 2004. Ce recul s'explique surtout par des effets de base liés aux évolutions de la fiscalité indirecte et des prix administrés dans certains pays, mais également par les évolutions favorables du pétrole et des produits alimentaires non transformés en janvier. En revanche, le rythme annuel de progression des prix à la consommation s'est inscrit à la hausse en février et mars 2005, en raison de nouvelles tensions liées aux composantes les plus volatiles de l'IPCH, en l'occurrence l'énergie et les produits alimentaires non transformés. Ces tendances haussières s'expliquent par l'envolée des cours du pétrole et des conditions atmosphériques défavorables dans plusieurs pays de la zone euro.

L'inflation pourrait légèrement dépasser 2% sur l'ensemble de l'année ; son rythme précis sera toutefois lié dans une large mesure aux variations des cours du pétrole. Il n'y a pour le moment que peu d'indications claires concernant un éventuel affermissement des tensions inflationnistes sous-jacentes dans la zone euro. Néanmoins, des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix demeurent. Il y a lieu d'éviter des "effets de second tour" sur les salaires et les prix dans le sillage des hausses du pétrole. De plus, les anticipations d'inflation à long terme doivent faire l'objet d'un suivi vigilant puisque leur persistance à des niveaux élevés renforce les probabilités d'effets indirects.

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

L'année 2004 a été caractérisée par une croissance plus modérée qu'anticipée dans la zone euro, la progression du PIB en volume ayant été de 1,8% après 0,5% l'année précédente. Le profil de croissance de l'année a été marqué par un relatif dynamisme au premier semestre, suivi d'un tassement aux troisième et quatrième trimestres. A noter que cette trajectoire est en partie imputable à des effets statistiques opérant surtout au 4^{ème} trimestre, impliquant ainsi une révision à la hausse de la progression annuelle du PIB du premier trimestre de 2005. Dans l'ensemble, le diagnostic d'une reprise progressive intervenant dans un contexte d'incertitudes, aux niveaux tant interne qu'international, a été confirmé.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, la décélération de la croissance trimestrielle de l'activité observée entre le premier et le second semestre de 2004 s'explique par le fait que le redressement de la demande interne et en particulier celui de l'investissement ont été insuffisants pour compenser l'évolution du solde extérieur. De fait, la contribution de la demande domestique à la croissance (1,1 pp au second semestre après 0,6 pp au premier semestre) a été grevée par la contribution négative du solde extérieur (-0,7 pp au cours de la seconde partie de 2004 après une contribution positive de 0,6 pp au cours de la première partie de 2004). Le renforcement de la contribution de la demande domestique à la croissance du PIB observé en 2004 est principalement attribuable au redressement de la progression trimestrielle de la formation brute de capital (0,5% au second semestre après 0,2% au premier semestre) qui s'inscrit dans l'environnement favorable créé par la faiblesse des coûts de financement et le rétablissement des ressources financières internes des sociétés. Par ailleurs, la croissance trimestrielle de la consommation privée et celle de la consommation publique sont restées globalement stables d'un semestre à l'autre (respectivement 0,4% et 0,3% pour cette première composante de la demande interne et 0,3% et 0,4% pour la seconde).

Sur le plan extérieur, le tassement de la part contributive du solde extérieur au cours de l'année sous revue est lié au fait que la décélération significative de la progression des exportations (0,6% au second semestre après 2,2% au cours du premier semestre) s'est accompagnée d'une quasi-stabilisation de la croissance des importations (1,6% puis 1,7% au cours des deux semestres sous revue).

Le fléchissement de la demande étrangère adressée à la zone euro combiné à l'effet modérateur exercé par l'appréciation de l'euro sur la compétitivité-prix des exportateurs de la zone euro constituent les principaux facteurs explicatifs de ce ralentissement de la progression des exportations de la zone euro.

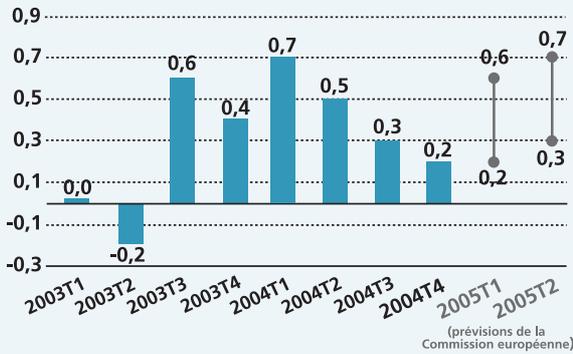
Dans une optique prospective, le principal scénario de base d'une reprise retenu par la Commission européenne, l'OCDE et l'Eurosystème n'a pas fondamentalement changé, en dépit du "trou d'air" qu'a emprunté l'activité économique de la zone euro au cours du second semestre de 2004.

Les dernières projections de juin de l'Eurosystème s'inscrivent dans ce schéma de redémarrage de la croissance, tout en étant en retrait par rapport à l'exercice de projections précédent. En effet, les intervalles relatifs à la progression annuelle du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont été rabaisés, s'établissant désormais dans des fourchettes de 1,1% et 1,7% pour 2005 et de 1,5% et 2,5% pour 2006. L'estimation rapide de la progression trimestrielle du PIB de la zone euro au premier trimestre de 2005 s'établit à 0,5% faisant suite à des progressions de 0,2% au troisième et quatrième trimestres de 2004. L'affaiblissement en fin 2004 et la progression en début 2005 paraissent en partie attribuable à des facteurs statistiques et compensatoires. Par conséquent, la progression trimestrielle devrait légèrement ralentir au deuxième trimestre pour ensuite rejoindre un rythme de croissance de l'ordre de 0,5% sur l'horizon de projection. Parmi les composantes de la demande domestique, la croissance annuelle de consommation privée devrait progresser graduellement en 2005 et 2006 sur la base d'une croissance du revenu disponible réel attribuable à une hausse plus soutenue de l'emploi et à une inflation moindre. La progression annuelle de la consommation publique devrait, quant à elle, demeurer modérée. La croissance annuelle de la formation brute de capital fixe devrait se situer entre 0,5% et 2,7% pour ensuite s'accélérer en 2006 sous l'influence de conditions de financement favorables, d'un niveau élevé des profits des entreprises et d'une progression plus contenue des investissements résidentiels.

La croissance des exportations et des importations devrait perdre de la vitesse au courant de 2005, pour ensuite progresser davantage. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient se rétrécir sur la base de l'appréciation antérieure de l'euro et d'une concurrence renforcée sur les marchés mondiaux. La progression des importations suivrait largement un sentier parallèle, de sorte que les exportations nettes dégageraient une contribution positive quoique faible à la croissance du PIB.

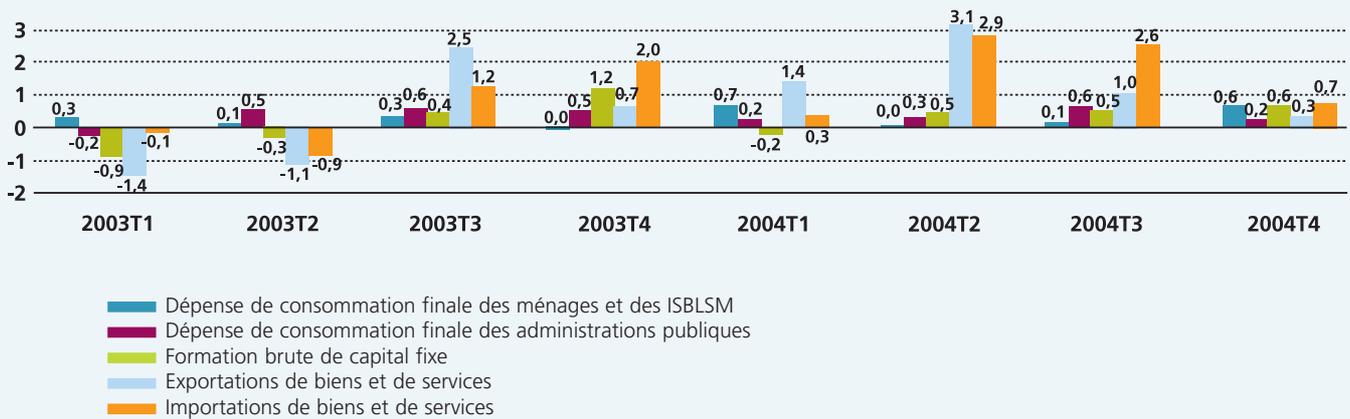
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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 2 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO
(VARIATIONS ANNUELLES EN POURCENTAGE, À L'ERREUR D'ARRONDI PRÈS)**

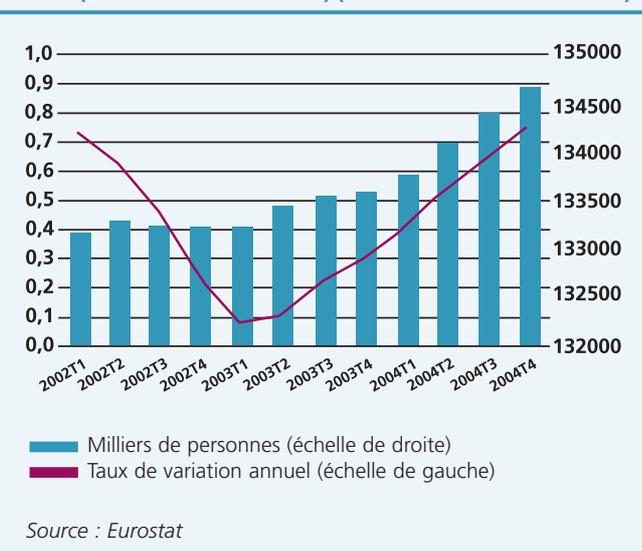
	2004	2005	2006
Prévisions de la Commission européenne			
PIB réel	2,0	1,6	2,1
Prévisions de l'OCDE			
PIB réel	1,8	1,2	2,0
Projections de l'Eurosystème (intervalles)			
PIB réel	1,8	1,1 / 1,7	1,5 / 2,5
Consommation privée	1,1	1,2 / 1,6	1,0 / 2,2
Consommation publique	1,6	0,4 / 1,4	1,1 / 2,1
Formation brute de capital fixe	1,6	0,5 / 2,7	1,9 / 5,1
Exportations de biens et de services	5,9	3,1 / 5,9	4,5 / 7,7
Importations de biens et de services	6,1	2,6 / 6,0	4,4 / 7,8

Source : Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

La situation sur le marché de l'emploi a peu évolué dans la zone euro au cours de l'année 2004, même si des signes d'une amélioration progressive peuvent être décelés. Après être resté largement inchangée en 2003, la croissance annuelle de l'emploi est redevenue modérément positive au courant de 2004. Ce processus correspond pour partie à la réaction décalée de l'emploi à l'évolution de l'activité économique, mais s'explique également par la résilience inhabituelle dont a fait preuve l'emploi (mesuré en termes de personnes employées) durant la période de ralentissement économique intervenue en 2001-2003, ce qui a réduit les besoins d'embauche à ce stade de la reprise. Alors que les évolutions du nombre de personnes employées ont été relativement stables au cours des récentes phases du cycle économique, les heures travaillées ont augmenté depuis mi-2003, reflétant les évolutions conjoncturelles de l'activité et de l'emploi.

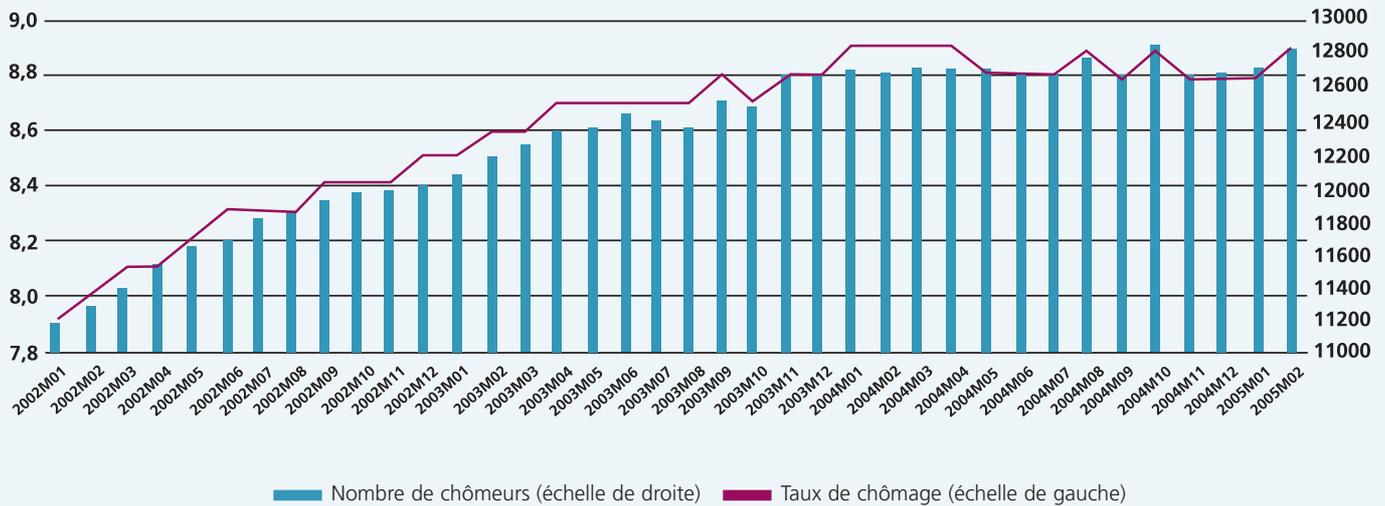
Le taux de chômage est demeuré globalement stable en 2004 dans la zone euro à 8,8%, alors qu'il avait fortement augmenté en 2003. Même si la progression de l'emploi a recommencé à s'affermir après plusieurs années d'atonie et devrait encore se consolider en 2005, les perspectives sur le marché de l'emploi et en particulier sur le front du chômage risquent de demeurer empreintes des séquelles du ralentissement de l'activité et de la poursuite de la maîtrise des coûts pour assurer la compétitivité.

GRAPHIQUE 8 : VARIATION ANNUELLE ET NIVEAU DE L'EMPLOI TOTAL (MILLIERS DE PERSONNES) (À L'ERREUR D'ARRONDI PRÈS)



1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 9 : NOMBRE DE CHÔMEURS (MILLIERS DE PERSONNES) ET TAUX DE CHÔMAGE STANDARDISÉ¹ POUR LA ZONE EURO (EN % DE LA POPULATION ACTIVE)



¹ Le taux de chômage standardisé est calculé sur base des définitions recommandées par le Bureau International du Travail (BIT). En vertu de cette définition, seules les personnes sans travail qui ont recherché activement un emploi pendant les quatre semaines précédentes et qui sont disponibles pour commencer à travailler dans les deux semaines à venir, sont considérées comme étant au chômage et incluses dans le calcul du taux de chômage.

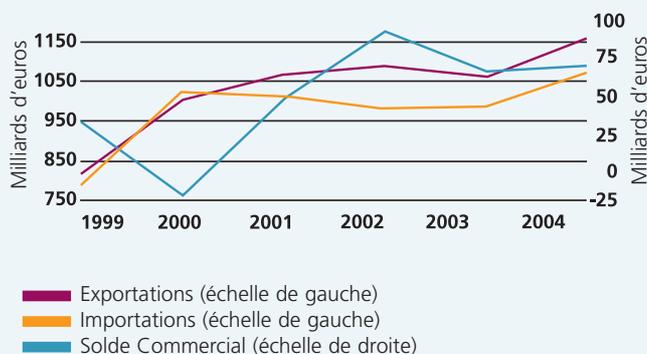
Source : Eurostat

1.1.7 Le commerce extérieur

Soutenues par la vigueur de la demande internationale, les exportations de biens de la zone euro ont atteint 1 149 milliards d'euros au cours de l'année 2004, soit une progression de 8,5% en valeur par rapport à l'année 2003. De même, sous l'effet du renchérissement du pétrole, les importations de la zone euro se sont fortement appréciées (8,7%) en 2004 pour atteindre 1 075 milliards d'euros contre 989 milliards en 2003. L'excédent du commerce extérieur de la zone euro s'est établi de ce fait à 73,7 milliards d'euros en 2004, soit une hausse de 5,7% par rapport à son niveau de 2003. Cette croissance résulte principalement de la bonne tenue des exportations en volume qui ont progressé de 8,8% contre 5,9 % pour les volumes importés.

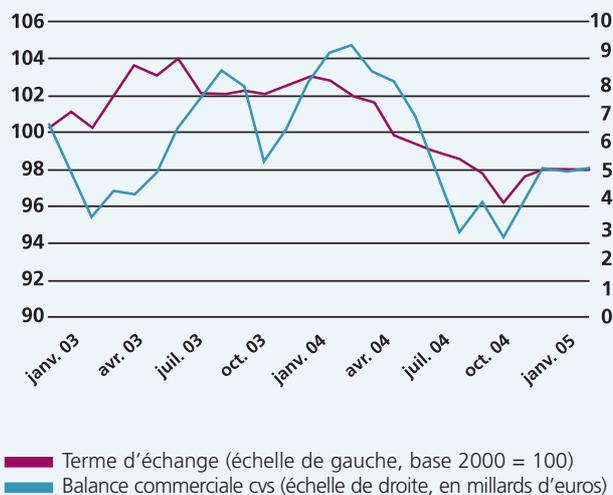
L'évolution des données mensuelles corrigées des variations saisonnières (cvs) montre toutefois que l'excédent commercial de la zone euro a diminué pendant l'ensemble du second semestre de 2004 même s'il est reparti à la hausse au cours de deux derniers mois de l'année (voir graphique). L'excédent mensuel moyen est ainsi retombé à 3,9 milliards d'euros au second semestre 2004 contre 8,3 milliards au premier semestre de 2004. Cette contraction de l'excédent commercial observée au second semestre de 2004 est allée de pair avec la détérioration des termes de l'échange sous l'effet de la hausse plus prononcée des prix des matières premières et du pétrole. Pour chacun des deux premiers mois de 2005, l'excédent commercial est d'environ 5 milliards d'euros en données cvs, affichant ainsi une amélioration qui est due toutefois à un ralentissement des importations de biens.

GRAPHIQUE 10 : ÉVOLUTIONS ANNUELLES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO (DONNÉES BRUTES)



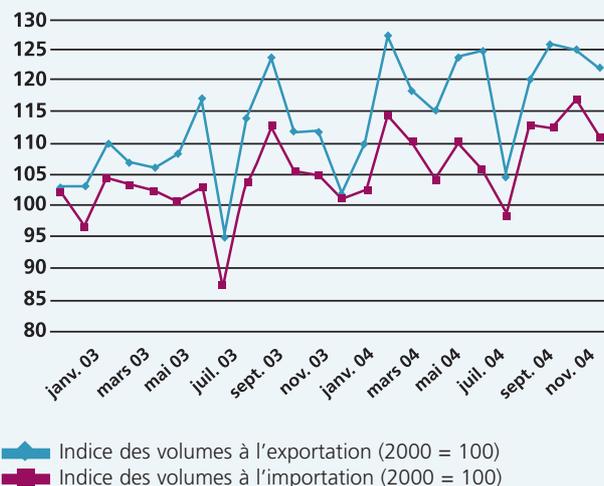
Source : Eurostat

GRAPHIQUE 11 : ÉVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 12 : ÉVOLUTIONS EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



Source : Eurostat

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que la zone euro a réalisé l'excédent le plus important dans le domaine des machines et véhicules (135 milliards d'euros en 2004 contre 123 milliards en 2003). Le surplus dégagé sur les produits chimiques et connexes (près de 70 milliards) s'est également renforcé tandis que l'excédent sur les produits manufacturés classés selon la matière première (37 milliards) s'est amélioré de 4,4%. En revanche, le déficit dans le domaine des combustibles minéraux et lubrifiants (pétrole essentiellement) a atteint 137 milliards d'euros en 2004 contre 120 milliards en 2003. De même, le déficit dans les matières premières (24,6 milliards) s'est creusé davantage.

Par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, la zone euro a dégagé les excédents les plus importants vis-à-vis du Royaume-Uni (62 milliards d'euros en 2004 contre 56 milliards en 2003), suivi par les Etats-Unis (60 milliards en 2004 contre 56 milliards en 2003), la Suisse (13 milliards en 2004), la Turquie (9 milliards) et la Pologne (8,9 milliards). Les déficits les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+31% à 52 milliards d'euros en 2004), le Japon (20,6 milliards), la Russie (+13% à 20,5 milliards), la Norvège (18,5 milliards) et les pays membres de l'OPEP (+17% à 12,6 milliards).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

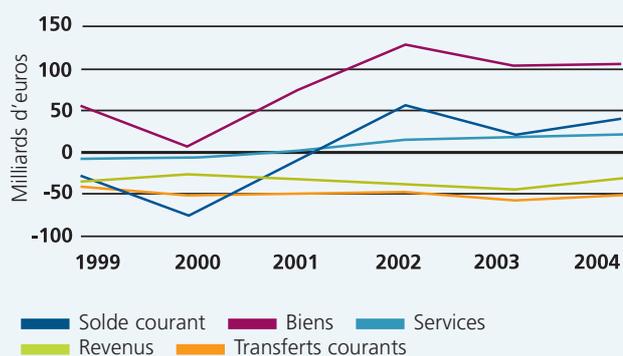
1.1.8 La balance des paiements

En 2004, les transactions courantes de la zone euro avec le reste du monde se sont soldées par un excédent de 42,3 milliards d'euros contre 21,8 milliards en 2003. Même si toutes les balances partielles se sont améliorées, ce quasi doublement de l'excédent courant résulte essentiellement d'un repli de 13 milliards d'euros au niveau du déficit des revenus et d'une amélioration de 4 milliards au niveau de l'excédent des services. En revanche, le surplus de la balance des marchandises a stagné autour de 105 milliards d'euros en 2004 étant donné que les importations et les exportations de marchandises ont augmenté presque d'un même montant (près de 90 milliards).

La résorption du déficit des revenus, qui a chuté de 29,5% à 31,6 milliards d'euros en 2004 contre 44,8 milliards l'année précédente, est attribuable à une augmentation des recettes (6%), les dépenses étant restées quasi-stables. La hausse des recettes est le résultat des taux de rendement relativement supérieurs tirés des avoirs à l'étranger (Grande-Bretagne et Etat-Unis essentiellement). Par ricochet, la quasi-stabilité des revenus versés à l'étranger est le résultat des taux d'intérêt relativement bas et stables dans la zone euro.

Les deux autres composantes du compte courant ont également contribué à son amélioration. Les services se sont ainsi soldés par un excédent en hausse de 20% à 21,7 milliards d'euros tandis que le déficit des transferts courants s'est contracté de 4% à 54 milliards.

GRAPHIQUE 13 : SOLDE DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO



Source : BCE

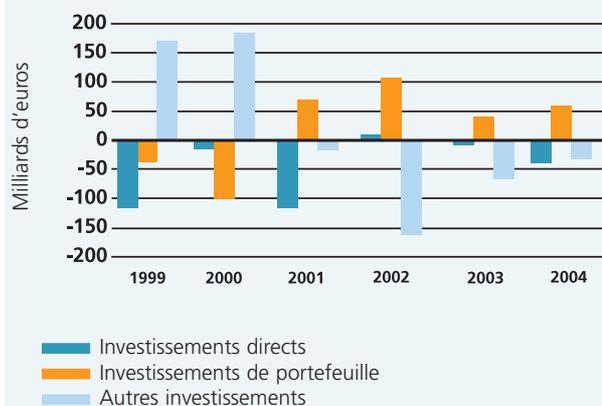
Au niveau du compte financier, les transactions de la zone euro avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 4,5 milliards d'euros sur toute l'année 2004 contre 18 milliards en 2003. Ces sorties nettes ont concerné les opérations d'investissements directs (à concurrence de 38 milliards d'euros), les produits dérivés (2,6 milliards) et les autres investissements (32 milliards). En revanche, les évolutions des investissements de portefeuille ont été caractérisées par d'importantes entrées nettes (à raison de 56 milliards d'euros) compensées largement par les sorties nettes ci-dessus.

Les entrées nettes enregistrées par les investissements de portefeuille reflètent l'engouement des non-résidents pour les actions et les obligations émises par les résidents de la zone euro dont les achats nets ont rapporté 110 milliards d'euros en 2004. La reprise de la croissance économique enregistrée par la zone euro ainsi que l'amélioration des résultats des entreprises au cours de l'année écoulée ont probablement été les principales raisons de l'attrait manifeste des actions et des obligations de la zone euro aux yeux des investisseurs étrangers. En ce qui concerne les transactions sur instruments du marché monétaire, des sorties nettes ont été enregistrées à concurrence de 53 milliards d'euros. Ces sorties se justifient par les taux d'intérêt bas dans la zone euro qui poussent les investisseurs (résidents et non-résidents), pour leurs placements à court terme, à préférer les instruments des marchés monétaires étrangers qui sont relativement mieux rémunérés.

Les sorties nettes d'investissements directs (38 milliards d'euros) s'expliquent par le fait que les entreprises de la zone euro ont continué à investir massivement dans leurs filiales étrangères (105 milliards d'euros en 2004 contre 130 milliards en 2003). En revanche, les non-résidents ont réduit presque de moitié leurs investissements dans les filiales situées dans la zone euro (67 milliards en 2004 contre 127 milliards d'euros en 2003), probablement à cause de perspectives de croissance économique défavorables dans la zone euro comparée aux autres régions du monde.

Pour toute l'année 2004, les sorties nettes enregistrées par les flux d'autres investissements (32 milliards d'euros) sont le résultat des actions des intermédiaires financiers monétaires (15,5 milliards d'euros), des administrations publiques (7,5 milliards), et des autres secteurs qui ont accru leurs créances envers les non-résidents.

GRAPHIQUE 14 : FLUX NETS DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO



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

Mesurée par l'IPCH, l'inflation du Luxembourg s'est établie à 3,2% en moyenne en 2004, soit une augmentation substantielle par rapport au taux de 2,5% enregistré en 2003.

En parallèle, la hausse de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a atteint 2,2% en moyenne en 2004, soit 0,2 point de pourcentage de plus que l'année précédente.

Cette accélération de l'inflation mesurée par l'IPCN s'explique dans une large mesure par la flambée des prix des produits pétroliers. La nouvelle appréciation de l'euro a cependant quelque peu modéré l'impact du renchérissement du pétrole sur l'inflation des prix à la consommation.

Par contre, le recul des tensions inflationnistes sous-jacentes entamé en 2002 s'est poursuivi en 2004. En effet, l'inflation sous-jacente² a affiché un rythme de croissance annuel moyen de 1,8% en 2004, contre 2,1% en 2003.

En 2004, la hausse des prix des services, s'est ralentie par rapport au rythme atteint en 2003, confirmant ainsi la tendance baissière observée depuis 2002. Cependant, le rythme annuel de progression de ces prix demeure toujours assez élevé avec 2,7% en moyenne en 2004, contre 2,9% en 2003. En outre, la contribution de la progression des prix des services au taux d'inflation global est restée pratiquement stable à quelque 1,0 point de pourcentage, ce qui représente près de la moitié du taux de progression de l'IPCN observé en 2004. A noter que l'indexation automatique des salaires d'octobre 2004 a exercé une pression à la hausse sur les prix des services. L'impact de l'indexation automatique sur la progression des salaires est resté inchangé à 2,1 points de pourcentage en 2004.

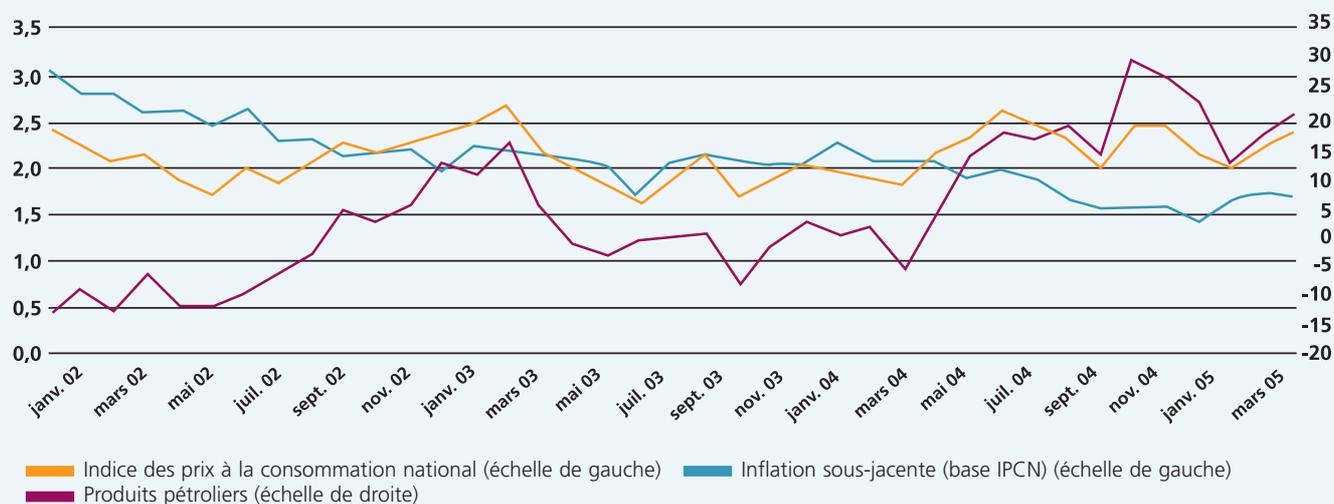
L'impact direct des mesures de politique budgétaire sur l'IPCN, essentiellement via les canaux des prix administrés (0,3 point de pourcentage), de la fiscalité indirecte (0,1 pp) et du tabac (0,1 pp) a été de 0,5 pp en 2004, soit 0,1 pp de plus qu'en 2003. A rappeler que les résultats d'une analyse détaillée publiée antérieurement par la BCL³ indiquent que la contribution des mesures budgétaires à l'inflation globale a été plus déterminante au cours de la période de 2000 à 2004 que pendant la période de 1996 à 1999.

² 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 gasoil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

³ Voir Bulletin 2004/3 de la BCL, pp. 76-81.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 15 : INFLATION ET PRODUITS PÉTROLIERS (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



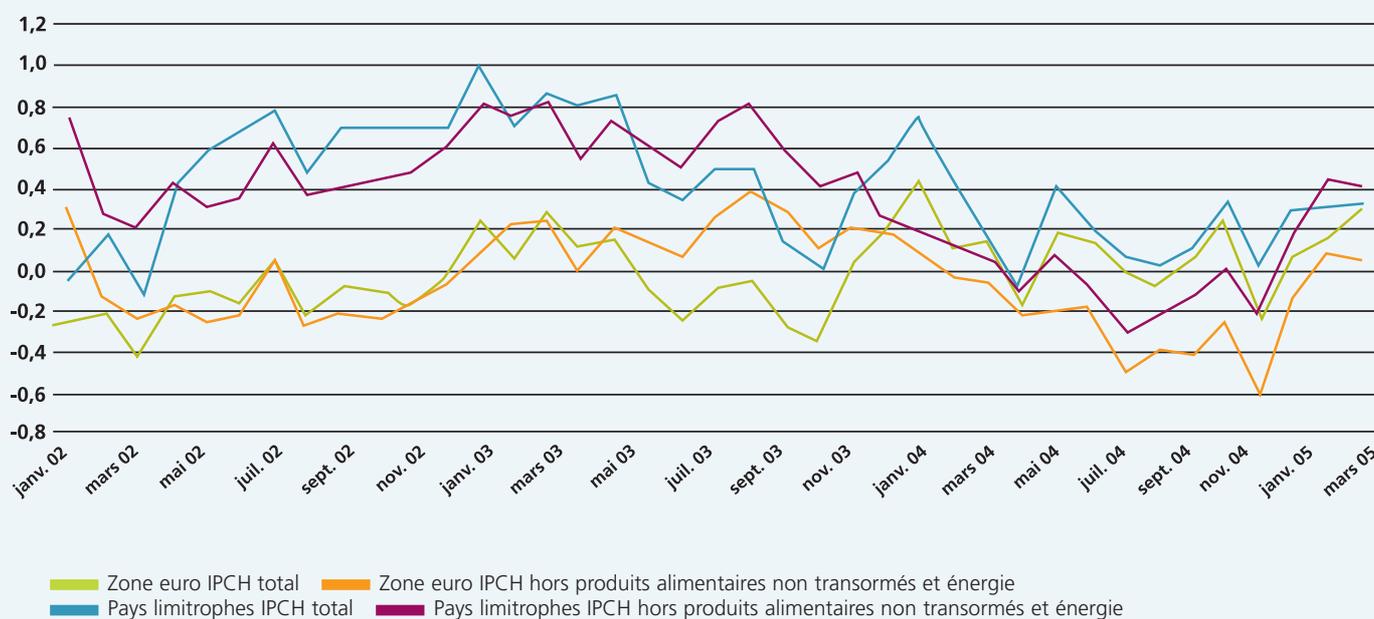
Source : STATEC

En ce qui concerne les tendances du début de l'année 2005, on note que le rythme de progression annuel de l'IPCN est passé de 2,0% en janvier à 2,4% en mars. Les produits pétroliers ont toujours constitué un important facteur inflationniste au cours des derniers mois, comme en témoignent des taux de variation annuels élevés pour cette composante de l'IPCN global (20,7% en mars 2005). Le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente s'est légèrement accéléré début 2005, passant de 1,4% en décembre 2004 à 1,7% en mars 2005.

En 2004, 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 0,5% à 1,1% pour la zone euro et de 1,0% à 1,2% pour les pays limitrophes. Cette détérioration résulte essentiellement de l'évolution des prix de l'énergie et du tabac. A noter que le Luxembourg a occupé en mars 2005, avec 3,5% en termes annuels, le dernier rang dans la zone euro en matière d'évolution de l'IPCH global.

Par contre, les différentiels de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie se sont, en moyenne annuelle, améliorés en 2004 par rapport à la zone euro (de 0,8% à 0,4%) et par rapport aux pays limitrophes (de 1,2% à 0,6%). Les différentiels de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés, tout comme ceux relatifs à l'IPCH global, demeurent défavorables au Luxembourg malgré cette amélioration.

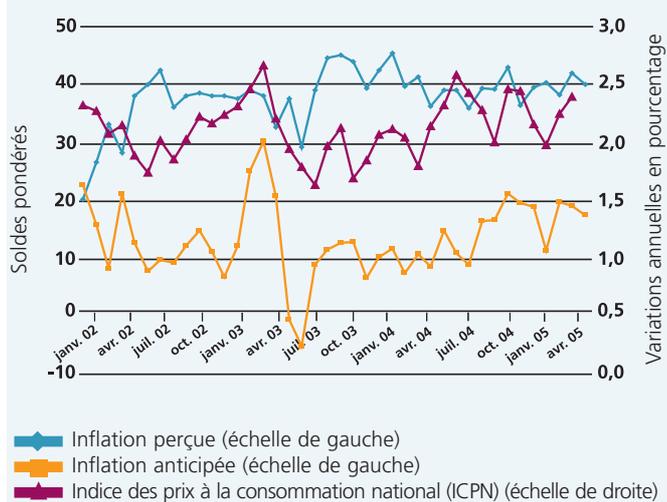
GRAPHIQUE 16 : DIFFÉRENTIELS D'INFLATION (EN POINTS DE POURCENTAGE)



Source : Eurostat, calculs BCL

Concernant les variables qualitatives relatives aux prix à la consommation recensés par l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, l'inflation perçue a fait preuve d'une grande stabilité au cours de l'année 2004 et début 2005, alors que le profil d'évolution de l'inflation mesurée a essentiellement reflété la forte volatilité du rythme de progression des prix des produits pétroliers. Les anticipations des consommateurs relatives aux prix à la consommation se sont clairement inscrites en hausse vers la mi-2004, avant de se stabiliser à un niveau élevé (sauf en janvier 2005). Ces résultats sont illustrés par le graphique qui suit.

GRAPHIQUE 17 : INFLATION PERÇUE, ANTICIPÉE ET OBSERVÉE



Source : BCL et STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Prévisions d'inflation

Hypothèses

Fin mai, l'euro cotait aux environs de 1,29 USD/EUR, soit un niveau inchangé par rapport aux prévisions antérieures datant de novembre 2004⁴. Le prix du Brent en dollar s'est quant à lui établi simultanément autour de 53\$/bl et les marchés à terme n'anticipent qu'une baisse marginale de ce prix jusqu'à un niveau proche de 50\$/bl en juin 2006, soit un niveau nettement supérieur aux hypothèses de l'exercice d'automne 2004. En moyenne, la révision, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole en euros sur la période de prévision (novembre 2004 à décembre 2005) se chiffre à 9%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

TABLEAU 3 : HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS D'INFLATION

	2003	2004	2005	05-T1	05-T2	05-T3	05-T4	06-T1	06-T2
Prix du pétrole en \$	28,9	38,3	50,6	47,7	51,7	51,4	51,7	51,3	50,9
Taux de change \$/€	1,13	1,24	1,29	1,31	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,8	20,7	26,9	42,1	36,3	17,4	16,9	9,9	-1,3

Source : BCL

Dans son budget pour l'année 2005, le gouvernement a introduit deux mesures fiscales ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. Il s'agit en l'occurrence d'une majoration des accises sur le diesel de 12,5€/1 000l et du relèvement du taux de TVA sur l'essence, le taux passant de 12% à 15%. Selon nos estimations, l'impact conjoint de ces mesures sur les prix à la consommation est de 0,2 pp.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes correspondent assez étroitement aux attentes exprimées dans les projections d'automne 2004. Les prix des services connaissent une évolution légèrement plus favorable qu'anticipé, en raison probablement d'une évolution modérée des salaires au début de 2005.

Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessite d'ailleurs guère d'adaptations si ce n'est pour la mise en œuvre décalée de la mesure fiscale sur le tabac. Le budget 2005 comporte en effet une hausse du taux de TVA sur le tabac, le taux devant passer de 12% à 15%. Mais contrairement au projet initial, la mise en œuvre de cette mesure a été décalée du 1^{er} janvier au 1^{er} mai 2005 pour des raisons techniques, avec à la clef quelques modifications du profil de l'IPCH excluant l'énergie.

Outre cette mesure, il n'y a en effet pas lieu de signaler des changements particuliers qui auraient exercé un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été incorporé dans nos projections précédentes. En ce qui concerne l'inflation importée, on note une stabilisation de l'euro par rapport au dollar. La reprise économique dans la zone euro étant très graduelle, l'écart entre la production et son niveau potentiel est encore relativement important. Les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins devraient en conséquence également rester limitées. Il semble aussi que le risque inflationniste induit par l'évolution des salaires ne se soit pas renforcé, de sorte que ce risque ne sera vraisemblablement pas en mesure de compromettre le scénario d'une décélération graduelle de l'inflation au sein de la zone euro. Jusqu'à présent, l'évolution du prix du pétrole ne semble guère s'être répercutée sur les prix à la consommation via le canal des salaires. La modération salariale observée dans plusieurs pays de la zone euro, et en particulier en Allemagne, constitue même un élément modérateur important pour l'évolution des prix à la consommation. À l'opposé, au Luxembourg, les effets de second tour associés à la hausse internationale des prix du pétrole et à son maintien à un niveau élevé sont évidents en raison du mécanisme de l'indexation automatique des salaires. Ces effets s'exercent principalement à travers l'impact des salaires sur les prix des services.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCN énergie une évolution nettement défavorable sur l'horizon de projection, en particulier dans le court terme. En 2005, les taux d'inflation seraient de nouveau influencés par la hausse de la fiscalité indirecte sur les carburants, mais dans une moindre mesure qu'en 2004. L'effet positif résultant de la décade des prix du pétrole ne serait observé que vers le deuxième trimestre 2006, donc avec un décalage de deux trimestres par rapport aux projections précédentes. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été fortement révisées à la hausse.

⁴ Voir Bulletin BCL 2004/4, pp. 24-26.

La projection relative à l'IPCH excluant l'énergie en 2005 met en relief une inflation de l'ordre de 2,7%, ce qui constitue une légère révision à la baisse par rapport à l'exercice précédent. La révision provient de la mise en œuvre plus tardive qu'initialement escompté de la mesure fiscale sur le tabac ainsi que d'une évolution plus favorable des prix des services. Comparés aux pays voisins, les taux d'inflation afférents demeureraient relativement élevés.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'IPCN global s'est récemment accéléré à 2,5%. Cette tendance s'est d'ailleurs vraisemblablement poursuivie en mai. Par contre, selon le scénario sous-jacent au prix du pétrole, l'inflation annuelle globale devrait avoir culminé au deuxième trimestre 2005.

Elle devrait connaître une décélération au deuxième semestre 2005, pour s'approcher des 2% en fin d'année 2005. L'inflation moyenne devrait globalement se stabiliser à un taux légèrement supérieur à 2% et la prochaine indexation automatique des salaires est prévue pour le quatrième trimestre 2005. La décélération de l'inflation devrait s'accroître davantage au deuxième trimestre 2006 lorsque l'effet de base sur le prix du pétrole engendrerait des effets positifs.

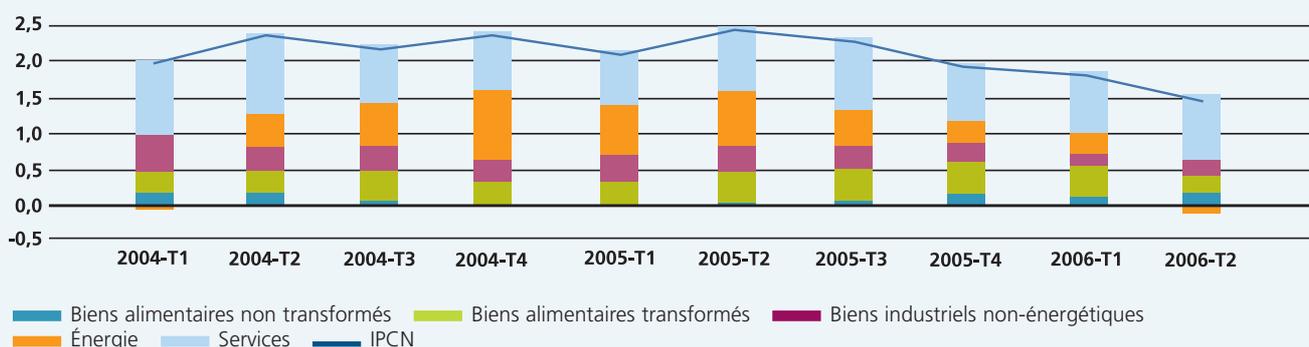
Du fait des pondérations différentes du tabac et de l'énergie, les mesures de fiscalité indirecte sur le tabac et les carburants auront un impact nettement plus important sur l'IPCH (+1,7 pp) que sur l'IPCN (+0,5 pp).

TABLEAU 4 : PRÉVISIONS D'INFLATION ET RÉVISIONS PAR RAPPORT AUX PRÉVISIONS PRÉCÉDENTES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL, RESPECTIVEMENT EN POINTS DE POURCENTAGE)

	2003	2004	2005	2005-1 ^{er} sem	2005-2 ^e sem	2006-1 ^{er} sem
IPCN	2,1	2,1	2,2 (+0,1)	2,3 (-)	2,2 (+0,3)	2,1
IPCH	2,6	3,2	3,5 (+0,5)	3,6 (+0,1)	3,4 (+0,9)	2,6
IPCH énergie	1,2	11,8	9,5 (+5,4)	12,3 (+3,4)	6,8 (+7,1)	1,2
IPCH ex énergie	2,7	2,5	2,7 (-0,2)	2,6 (-0,4)	2,9 (+0,1)	2,7
Impact des mesures gouvernementales ¹ sur l'IPCN, en pp	0,4	0,5	0,5 (-)	-	-	-
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,0	1,5	1,7 (+0,2)	-	-	-

¹ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Pour plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.
Source : BCL

GRAPHIQUE 18 : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'IPCN²



² 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

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

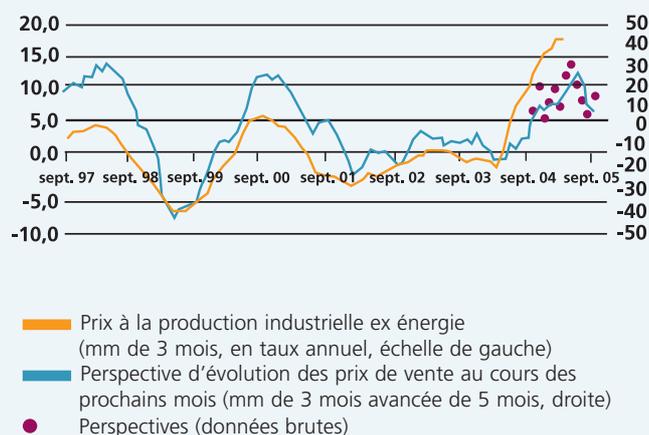
TABLEAU 5 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)

	Parts	2003	2004	04-T1	04-T2	04-T3	04-T4	05-T1
Ensemble des produits industriels	1000	1,2	9,0	0,7	7,5	3,8	3,0	1,1
Biens intermédiaires	675,9	0,8	12,8	1,1	10,4	4,9	4,2	0,9
Biens d'équipement	109,9	0,7	5,6	1,4	2,1	1,4	3,0	1,8
Biens de consommation	136,3	1,7	0,0	-0,8	1,2	0,3	-0,1	-0,1
Biens énergétiques	77,9	4,6	5,6	4,0	2,1	3,1	2,6	2,1

Source : STATEC

Les données relatives au premier trimestre 2005 témoignent d'une nouvelle hausse des prix à la production industrielle. Cette progression trimestrielle, de l'ordre de 1,1%, est surprenante alors qu'elle fait suite à une envolée des prix de 9% en moyenne lors de l'année passée. En 2004, la progression de l'indice global a été la plus importante sur les 15 dernières années. Elle est par ailleurs nettement supérieure au taux correspondant relevé dans la zone euro. Le contexte conjoncturel de la zone euro ne favorisait pourtant guère une progression aussi soutenue des prix au Luxembourg. Le paradoxe peut s'expliquer par deux évolutions. D'une part, le prix du pétrole en dollar a fortement grimpé en 2004, le prix moyen ayant progressé de 33% par rapport à l'année 2003, et a par conséquent induit une nouvelle hausse des prix à la production industrielle. D'autre part, la forte expansion de l'économie mondiale a probablement amené les entreprises à transmettre progressivement la hausse des coûts de production aux prix de vente. Selon les données disponibles, la hausse des prix serait largement imputable à la progression des prix des biens intermédiaires. Parmi ces types de biens, les prix des produits sidérurgiques se seraient singularisés par une progression très marquée, en réponse probablement de la forte demande mondiale provenant particulièrement des pays du sud-est asiatique. Par contre, la hausse des prix des biens intermédiaires et dans une moindre mesure la progression des prix des biens d'équipement ne s'est pas encore traduite par une hausse plus importante des prix des biens en aval de la chaîne de production. La hausse des prix des biens de consommation aurait stagné depuis fin 2003. Le fait que ces produits soient écoulés sur un marché géographiquement plus proche, affrontant une demande moins dynamique, pourrait expliquer cette évolution disparate.

GRAPHIQUE 19 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE¹



¹ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

Source : Eurostat, BCL

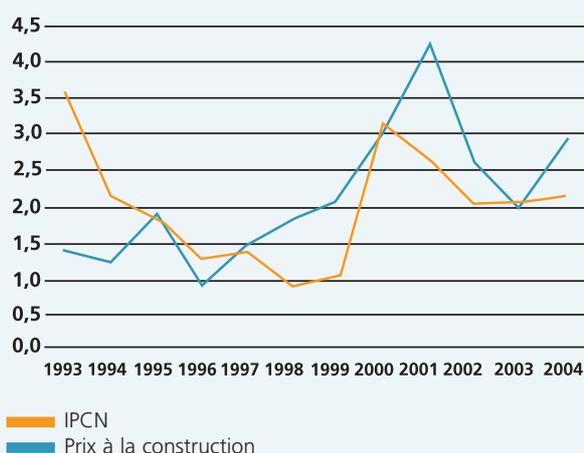
Sur base des enquêtes de conjoncture harmonisées, une accélération des prix était prévisible (voir graphique). Cependant, la hausse effective se situe largement au-dessus des anticipations des chefs d'entreprises, telles qu'elles ressortent de ces enquêtes. Par ailleurs, cette hausse est survenue à un stade antérieur à celui résultant de la corrélation historique entre les enquêtes de conjoncture et les enquêtes statistiques.

L'indicateur des perspectives d'évolution des prix de vente avait culminé en novembre 2004. Depuis lors, il a légèrement décliné, ce qui n'est guère surprenant eu égard à l'envolée de l'indicateur dans le courant de l'année 2004. Même si le cycle haussier des prix semble être arrivé à son terme, il n'en demeure pas moins que les prix devraient toujours progresser à un rythme annuel supérieur à 5% au cours du premier semestre de 2005.

1.2.1.3 Les prix à la construction

Après deux années consécutives de décélération, la hausse des prix à la construction s'est à nouveau accélérée en 2004 et affichent une progression annuelle moyenne de 2,9%, un taux également supérieur à la hausse moyenne des prix à la consommation. La contribution de l'indexation automatique des salaires à la progression du coût salarial, soit 2,1%, est restée stable en 2004 et ne saurait donc expliquer ce renversement de tendance, d'autant que le secteur de la construction a connu une année peu dynamique en 2004. Par contre, la conjoncture relativement favorable observée dans le bâtiment, soit une branche qui bénéficie toujours d'une demande soutenue en raison de la pénurie de logements, pourrait expliquer cette augmentation des prix à la construction.

GRAPHIQUE 20 : PRIX À LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)¹



¹ Les prix sont recensés sur base semestrielle.

Source : STATEC

1.2.2 Les activités sectorielles

1.2.2.1 Industrie

TABLEAU 6 : INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04
Production - industrie totale	5,0	7,8	7,3	10,2	7,9	5,9
Production - industrie hors sidérurgie	6,5	8,5	7,6	10,7	8,9	7,0
Nombre de salariés	-0,9	-0,6	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7
Salaires et traitements	1,8	1,9	2,9	3,2	1,4	0,1
Heures travaillées	-0,2	0,3	1,4	0,5	0,4	-1,2
Chiffre d'affaires	3,2	20,5	15,1	22,7	23,3	21,2
Commandes nouvelles	-0,1	14,2	4,3	17,0	21,1	16,2

Source : STATEC

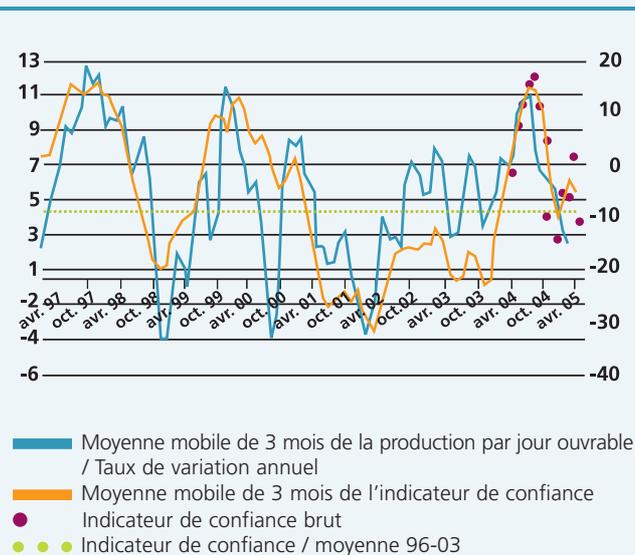
En 2004, l'économie mondiale a connu son expansion la plus importante depuis 20 ans et la zone euro a emprunté le chemin de la reprise économique. L'activité dans la zone euro n'a certes progressé qu'à un rythme relativement faible et la production a connu une décélération au deuxième semestre 2004 par rapport au semestre précédent. En moyenne cependant, l'année 2004 s'est caractérisée par une accélération de l'activité par rapport à 2003. Avec une progression de 1,9%, la production industrielle dans la zone euro tranche nettement avec l'atonie observée durant les trois années précédentes.

Le cycle conjoncturel de l'industrie luxembourgeoise coïncide en général avec celui de la zone euro, tout en connaissant une amplitude bien plus élevée. Avec une progression de la production industrielle de l'ordre de 7,8% en 2004, le secteur manufacturier luxembourgeois a non seulement pu profiter davantage de l'embellie conjoncturelle que ses équivalents européens, mais en outre le millésime 2004 figure parmi les meilleurs des dix dernières années. A bien des égards, l'année 2004 constitue une amélioration par rapport à l'année 2003, assimilée à une année de transition. La progression de l'activité économique, qui a pu être observée dans pratiquement toutes les branches, s'est accompagnée d'une hausse prononcée des prix à la production industrielle. En moyenne, le chiffre d'affaires a progressé de l'ordre de 20% dans le secteur.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le nombre de salariés s'affiche légèrement en baisse et le coût salarial augmente moins vite que les prix à la consommation.

GRAPHIQUE 21 : INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE¹



¹ Échelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

Source : STATEC, calculs BCL

Ces développements issus des enquêtes statistiques ont été globalement en phase avec les résultats des enquêtes de conjoncture. L'indicateur de confiance, tel que calculé sur base des enquêtes de conjoncture, avait atteint son sommet en août 2004, avant de s'afficher en baisse pour le reste de l'année. Ce mouvement baissier a été interrompu au début de l'année 2005, l'indicateur tendant alors à revenir à son niveau moyen, calculé, sur les années 1996-2003. La production industrielle devrait ainsi avoir connu une progression qui est proche de sa croissance moyenne - une situation ni particulièrement dynamique, ni exceptionnellement faible.

Le mouvement latéral de l'indicateur de confiance observé au début de l'année 2005, à mi-chemin entre les phases haussière et baissière du cycle, est probablement emblématique de la situation actuelle et reflète la réaction des chefs d'entreprises aux aléas conjoncturels. Leurs doutes quant à l'évolution future ont été alimentés par la faiblesse de la demande enregistrée au deuxième semestre 2004 au sein de la zone euro. Début 2005, les risques d'un repli se sont encore accrus, comme l'attestent l'affaîsissement de la confiance des chefs d'entreprises dans les pays voisins, en réponse sans doute à un prix du pétrole qui oscille autour des 50\$/bl, voire davantage. Face à ces incertitudes les chefs d'entreprises ont opté pour un comportement plus attentiste.

1.2.2.2 Construction

Du fait des caractéristiques intrinsèques du secteur, le cycle de la construction n'est pas nécessairement en phase avec celui de l'industrie ou du reste de l'économie. Les données issues des enquêtes statistiques font état d'une légère baisse de l'activité économique en 2004, qui fait suite à une année 2003 déjà caractérisée par la stagnation. Ainsi, le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable ont baissé de respectivement 0,2% et 1%. De surcroît, le profil intra-annuel, semble s'être graduellement dégradé dans le courant de l'année. Une analyse plus approfondie révèle des évolutions disparates selon les branches. Alors que le bâtiment a encore connu une progression en 2004, le génie civil, avec une chute de 13,6% de la production, est entièrement responsable de la contre-performance du secteur en 2004. Les travaux publics se font plus rares à la suite notamment des importants chantiers qui ont été achevés et qui ne sont pas remplacés par des projets d'un ordre de grandeur similaire. Dans le futur proche, c'est-à-dire en 2005 et en 2006, la conjoncture dans le bâtiment bénéficiera vraisemblablement d'une demande soutenue pour les logements. En effet, suite aux mesures prises dans le but d'accroître l'offre de logements afin de contenir la hausse des prix immobiliers, les autorisations de bâtir relatives aux logements se sont à nouveau accélérées en 2004. Par contre, les perspectives dans le génie civil sont bien plus mitigées.

TABEAU 7 : INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04	T1-05
Chiffre d'affaires - Total	6,7	-0,2	11,7	-2,7	-0,6	-5,8	Na
Production par jour ouvrable - Total	0,8	-1,0	1,7	1,4	-1,0	-6	Na
Production par jour ouvrable - Bâtiment	0,6	3,0	5,5	4,0	3,5	-0,5	Na
Production par jour ouvrable - Génie civil	2,6	-13,6	-3,2	-12,5	-15,1	-22	Na
Permis de bâtir ¹	11,5	18,2	9,8	-5,6	124,8	-17,6	Na
Crédits au logement ²	24,6	5,7	6,7	6,3	10,7	0,6	Na
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4

¹ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

² Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

Source : STATEC, BCL

1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

L'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2003 s'est poursuivie en 2004. Ce constat est d'application dans toutes les branches, hormis l'Horesca. Ainsi la progression du chiffre d'affaires nominal au courant de l'année a atteint 12,3% pour le commerce de gros et 3,1% pour le commerce de détail, alors que la branche de l'hôtellerie et des restaurants a connu un léger recul. Cette dernière évolution est à replacer dans le contexte de la mauvaise conjoncture à laquelle le secteur faisait face en 2003. L'évolution du chiffre d'affaires contraste néanmoins avec la statistique d'hébergement, qui indique que le nombre de nuitées passées dans les hôtels, auberges et pensions aurait atteint un niveau record en 2004. Les développements récents semblent témoigner davantage d'un retour graduel à une situation normale que d'un dynamisme accru de l'activité économique dans cette branche. Les immatriculations de voitures ont connu une nouvelle année record, avec à la clé une hausse de 10% des ventes par rapport à l'année 2003. Cette tendance positive s'est poursuivie au début de l'année 2005.

TABEAU 8 : CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04	T1-05
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	6,5	14,4	5,4	13,8	4,8
Commerce de gros	11,1	12,3	11,7	12,8	13,5	11,2	Na
Commerce de détail	5,5	3,1	2,8	3,1	3,5	3,1	Na
Hôtels et restaurants	-4,6	-0,9	2,1	-1,5	-2,4	-1,3	Na

Source : STATEC

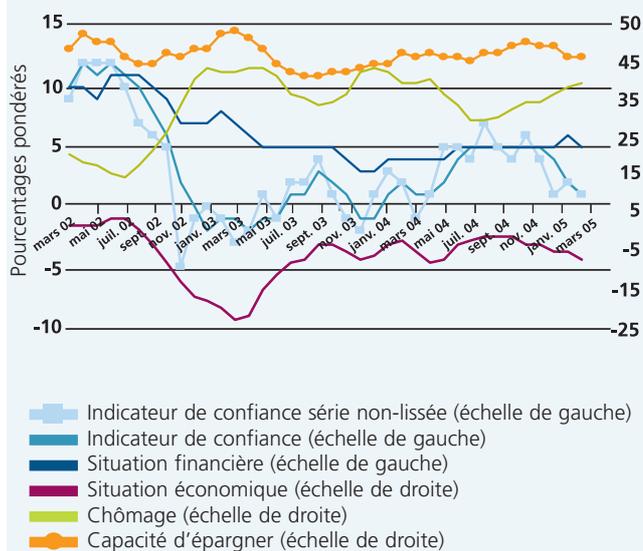
1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

La moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs de la BCL n'a pas suivi de tendance claire au cours du premier semestre 2004, avant de se stabiliser à un niveau plus élevé au second semestre. Le rebond de l'indicateur vers la mi-2004 a été lié essentiellement à deux de ses composantes, en l'occurrence les anticipations relatives à la situation économique générale et au chômage.

Avec une valeur de 5 pour les mois d'août à décembre 2004, la confiance des consommateurs est cependant demeurée faible au second semestre 2004, du moins à l'aune des niveaux observés au premier semestre 2002, au cours duquel la moyenne sur trois mois de l'indicateur fluctuait entre 10 et 12.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 22 : INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET SES COMPOSANTES (MOYENNES MOBILES SUR TROIS MOIS SAUF INDICATION CONTRAIRE)

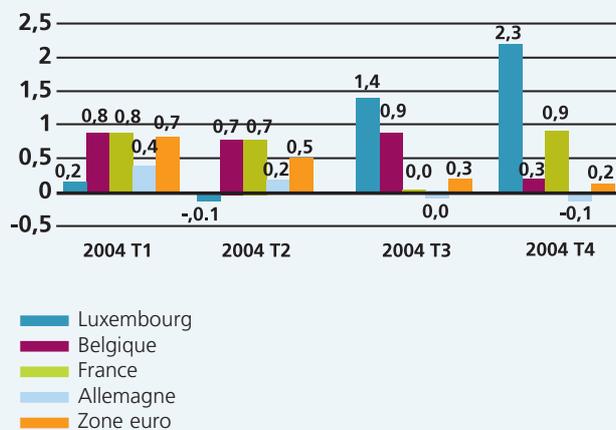


En ce qui concerne l'évolution début 2005, on note que la moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs a progressivement fléchi pour afficher une valeur de 1 en avril. Cette détérioration s'explique par l'évolution défavorable de trois composantes de l'indicateur, à savoir les anticipations sur douze mois de la situation économique générale, du chômage et de la capacité à épargner. Par contre, la contribution à l'évolution de l'indicateur de confiance des consommateurs des anticipations relatives à la situation financière des ménages a été quasi nulle début 2005. Parmi les questions de l'enquête de conjoncture qui ne sont pas reprises parmi les composantes de l'indicateur de confiance, on note que les ménages ont revu à la hausse leurs intentions d'acheter des biens d'équipement au cours des douze mois suivants, en dépit du recul de l'indicateur de confiance au cours des derniers mois. Ce résultat confirme que les consommateurs sont moins préoccupés par leur situation financière que par la situation économique générale et par le chômage.

1.2.4 La croissance économique

La première estimation des comptes nationaux pour l'année 2004 telle que calculée sur base de la comptabilité trimestrielle inédite récemment publiée, dresse le tableau d'une consolidation de la conjoncture : la croissance annuelle du PIB est estimée à 4,5% après 2,9% en 2003. Cette amélioration du climat conjoncturel national est à placer dans le contexte des pays limitrophes du Luxembourg qui ont eux aussi bénéficié des retombées de l'embellie de la conjoncture internationale tout au long de 2004. Plus en détail, le profil de croissance trimestrielle de l'année au Luxembourg a été marqué par un premier semestre morose, suivi d'un rebond aux troisième et quatrième trimestres. Une certaine prudence s'impose quant à l'explication de cette trajectoire intra-annuelle empruntée par le PIB en raison du caractère incomplet de la couverture statistique du dernier trimestre et qui fera donc l'objet de révisions.

GRAPHIQUE 23 : CROISSANCE RÉELLE DU PIB AU LUXEMBOURG, DANS LES ÉCONOMIES LIMITOPHES ET AU SEIN DE LA ZONE EURO (DONNÉES DÉSAISONNALISÉES¹, EN %, EN GLISSEMENT TRIMESTRIEL, À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)



¹ Les données relatives à l'économie luxembourgeoise ont été désaisonnalisées via Tramo-Seats.

Source : STATEC, Eurostat

Ce renforcement de la croissance économique qui émerge de ces premières estimations pour l'année 2004, a essentiellement été alimenté par le solde extérieur ; en données annuelles, cette contribution passe de 0,6% en 2003 à 3,2% en 2004. Les évolutions plus propices à la fois de la contribution des importations et, en particulier, de celles des exportations dans le sillage de la reprise de l'activité au niveau international, expliquent cette contribution renforcée.

Le Luxembourg se caractérisant par un degré d'ouverture très élevé, il semble opportun de noter que les exportations qui représentent 144,2% du PIB en 2004, ont enregistré une progression annuelle de 8,2% après 1,8% l'année précédente, alors qu'en parallèle, les importations (126,0% du PIB) ont affiché une croissance annuelle de 6,8% en 2004 après 1,6% en 2003. Soulignons que c'est principalement au niveau des services que les exportations sont les plus dynamiques (10,3% en 2004 après 4,7% en 2003) et, en particulier, des services financiers.

La demande domestique a, quant à elle, contribué dans une moindre mesure à la croissance du PIB en 2004 que l'année précédente (1,3 pp après 2,3 pp en 2003).

Les consommations, tant privée que publique, ne sont pas à l'origine de cette évolution, leur apport en matière de croissance étant globalement stable d'une année à l'autre.

Cette évolution s'explique donc entièrement par la formation brute de capital, dont l'apport à la croissance passe du positif en 2003 (+0,8%) au négatif en 2004 (-0,4%) et témoignant à nouveau de son caractère particulièrement volatil. Pour l'année 2004, cette évolution trouve sans doute son origine dans la régression des investissements en infrastructures par le secteur public, qui ont été particulièrement dynamiques durant les années antérieures.

La croissance annuelle du coût salarial total s'est accélérée en 2004 (2,6%) après s'être détendue en 2003 (2,1%). Cette évolution associée à un redressement des gains de productivité qui a atteint 1,9% après 1,1% en 2003, s'est traduite par un fléchissement de la croissance des coûts salariaux unitaires. Ceux-ci ont augmenté en moyenne de 0,6% en 2004, contre 1,0% l'année précédente.

TABEAU 9 : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS MACROÉCONOMIQUES ET DE LEUR CONTRIBUTION À LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB RÉEL (EN %, À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)

	Taux de variations annuels					Contribution à la croissance réelle du PIB				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
Consommation privée	4,6	5,1	3,2	1,6	1,4	1,9	2,0	1,3	0,7	0,6
Consommation publique	4,8	6,5	3,2	5,0	6,0	0,8	1,0	0,5	0,9	1,1
Formation brute de capital	4,8	2,1	-8,4	3,6	-1,8	1,2	0,5	-2,0	0,8	-0,4
Demande intérieure	4,7	4,5	-0,2	2,9	1,6	3,9	3,5	-0,1	2,3	1,3
Importations	15,4	3,7	-2,6	1,6	6,8	-18,5	-4,8	3,5	-2,0	-8,1
Exportations	17,3	1,8	-0,6	1,8	8,2	23,6	2,8	-0,9	2,6	11,3
Exportations nettes	35,0	-12,8	18,4	3,4	19,2	5,1	-2,0	2,6	0,6	3,2
Produit intérieur brut	9,0	1,5	2,5	2,9	4,5					
Déflateur du PIB	4,2	1,9	1,1	2,1	2,5					
Emploi salarié	6,0	6,0	3,1	1,9	2,6					
Emploi total	5,7	5,7	3,0	1,8	2,6					
Coût salarial moyen total	4,7	3,9	3,7	2,1	2,6					
Productivité du travail	3,2	-3,9	-0,5	1,1	1,9					
Coût unitaire du travail	1,5	8,1	4,2	1,0	0,6					
Marge de profit	2,6	-6,2	-3,1	1,1	1,8					

Source : STATEC, Eurostat

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La croissance potentielle au Luxembourg

Quel est le niveau de croissance soutenable au Luxembourg ? Pour les économistes, une réponse possible est la croissance de la "production potentielle", le niveau du PIB atteint par l'utilisation maximale des ressources disponibles qui est compatible avec la stabilité des prix. Pendant les phases d'expansion, le PIB observé peut être supérieur à ce niveau potentiel si le taux d'usage du capital est élevé, le recours à des heures de travail supplémentaires est fréquent et le chômage est réduit à des niveaux très faibles. Cependant, un tel écart positif entre la production observée et potentielle n'est pas soutenable parce qu'il engendre des pressions inflationnistes sur les marchés des facteurs de production. L'élimination de cet "écart de production" peut se produire par un ajustement de la production observée, mais également par des variations de la production potentielle. En effet, la production potentielle change à travers le temps en fonction de l'accumulation de capital et l'accroissement de la force de travail. Le niveau de la production potentielle peut donc nous informer sur la croissance soutenable, mais il ne peut pas être observé directement et doit être estimé par des méthodes économétriques.

Cette contribution fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production publiées dans le rapport annuel 2003 de la BCL. En combinant l'écart de production avec le niveau observé du PIB, il est possible d'estimer le niveau de la production potentielle et donc la croissance potentielle. Plusieurs méthodes alternatives sont mises en œuvre pour estimer l'écart de production⁵, permettant ainsi d'évaluer des éventuelles divergences entre les résultats, ce qui fournit une première indication du degré d'incertitude qui les entourent. L'échantillon comprend des observations annuelles de 1980 à 2004 et il est prolongé jusqu'à 2007 grâce aux dernières projections BCL. Afin de tenir compte de l'important phénomène du travail frontalier au Luxembourg, la mesure du chômage utilisée par les méthodes Apel-Jansson et par la fonction de production est le chômage "grande région".

Le tableau suivant présente dans la partie supérieure les différentes estimations de l'écart de production en pourcentage du PIB. Dans cette partie, la première colonne indique le niveau observé (ou prévu) du PIB au prix de 1995. Dans la partie centrale, le tableau indique les révisions par rapport aux estimations de l'écart de production publiées dans le rapport annuel 2003 de la BCL. Dans cette partie centrale, la première colonne indique les révisions du PIB observé ou prévu par rapport aux chiffres disponibles en 2004. Finalement, la partie inférieure du tableau présente le taux de croissance potentiel estimé pour chaque année à partir des différentes mesures de l'écart de production. Dans cette partie inférieure, la première colonne indique le taux de croissance réel du PIB. Les deux dernières lignes indiquent pour chaque méthode la moyenne de la croissance potentielle depuis 1981 et depuis 2001.

Concernant la partie supérieure du tableau, en 2001 l'écart de production est positif pour toutes les méthodes. En 2002, une seule méthode (celle par la fonction de production) trouve que l'écart change de signe. En 2003 trois méthodes trouvent un écart négatif (aussi la tendance linéaire et le filtre Hodrick-Prescott), et en 2004 toutes les méthodes concordent que l'écart est négatif. Il est donc vraisemblable que le PIB observé soit passé en dessous de son potentiel autour de l'année 2003. Selon les prévisions, en 2005 et 2006 l'écart négatif continuera à se creuser (sauf pour la méthode par la fonction de production, qui envisage un écart constant). En 2007 l'écart est pratiquement inchangé selon trois méthodes (Hodrick-Prescott, Kuttner et par la fonction de production) et diminue marginalement selon la méthode Apel-Jansson. Or, pour que l'écart reste inchangé, la croissance effective doit égaler la croissance potentielle. Pour diminuer un écart négatif, la croissance effective doit même surpasser la croissance potentielle.

Considérant la partie centrale du tableau, des différences importantes apparaissent à nouveau entre les estimations de l'écart de production publiées ici et celles publiées il y a une année. Ces différences s'expliquent par la révision des données de comptabilité nationale (octobre 2004), la publication de nouvelles observations pour l'année 2003 (mai 2004) et pour l'année 2004 (mai 2005), et l'allongement de l'échantillon jusqu'à 2007 avec des nouvelles projections. Les révisions sont plus importantes pour l'estimation par une tendance linéaire, selon laquelle l'estimation de l'écart de production en 2005 passe de -8,7% à seulement -3,1%. Ceci démontre une fois de plus l'instabilité des estimations par une tendance linéaire, surtout vers la fin de l'échantillon. Les estimations par le filtre de Hodrick-Prescott montrent aussi des révisions importantes à la fin de l'échantillon, confirmant le rôle important que jouent les prévisions pour atténuer ce biais pour les observations courantes. Les estimations par la méthode Apel-Jansson et par la fonction de production sont également caractérisées par des révisions importantes (de l'ordre de 1,5%), surtout en 2004 et 2005 en fonction de la révision vers le haut des prévisions du chômage. Les révisions sont plus faibles pour deux des méthodes basées sur des modèles à composantes inobservées (Harvey-Jaeger et Kuttner) qui comportent des révisions de l'ordre de 0,5%. Ce résultat semble indiquer une plus grande stabilité des estimations par des modèles à composantes inobservées face au processus de révision et de publication de nouvelles observations.

⁵ Voir le cahier d'études n°4 de la BCL pour une explication des différentes méthodes.

TABLEAU 10 : ÉCART DE PRODUCTION ET CROISSANCE POTENTIELLE

	PIB réel (mia EUR)	Tendance linéaire	Hodrick-Prescott	Harvey-Jaeger	Kuttner	Apel-Jansson	Fonction/Production
		Estimations de l'écart de production					
2001	18,87	3,7%	2,7%	3,9%	3,1%	3,0%	1,7%
2002	19,34	1,1%	0,7%	2,4%	2,4%	1,8%	-0,3%
2003	19,90	-1,1%	-0,7%	0,5%	1,0%	0,1%	-1,2%
2004	20,72	-1,7%	-0,5%	-0,7%	-0,6%	-1,1%	-0,4%
2005	21,53	-3,1%	-0,9%	-2,5%	-1,9%	-2,4%	-0,5%
2006	22,37	-4,2%	-1,1%	-3,8%	-2,6%	-2,9%	-0,5%
2007	23,24	-5,3%	-1,2%	-4,4%	-2,6%	-2,8%	-0,5%
	Révisions	Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2004					
2001	0,3%	-0,3%	-1,3%	0,6%	0,1%	-0,8%	-1,1%
2002	1,2%	0,8%	-0,6%	0,4%	0,5%	-0,1%	-2,3%
2003	1,7%	2,4%	0,6%	0,0%	0,8%	1,1%	0,5%
2004	2,5%	4,8%	2,3%	-0,2%	0,8%	2,7%	1,9%
2005	0,7%	5,6%	2,7%	-1,2%	0,5%	2,9%	1,3%
	Croissance du PIB réel	Estimations de la croissance potentielle					
2001	1,5%	5,2%	5,0%	3,1%	1,3%	3,0%	5,7%
2002	2,5%	5,2%	4,6%	4,1%	3,2%	3,7%	4,5%
2003	2,9%	5,2%	4,4%	4,9%	4,4%	4,7%	3,8%
2004	4,5%	5,2%	4,3%	5,8%	6,3%	5,8%	3,7%
2005	3,5%	5,2%	4,2%	5,5%	5,1%	5,1%	3,8%
2006	3,9%	5,2%	4,1%	5,3%	4,6%	4,4%	4,0%
2007	3,9%	5,2%	4,1%	4,6%	4,0%	3,9%	3,9%
	Moyenne croiss. réel	Croissance potentielle : moyenne					
depuis 1981	4,8%	5,2%	4,8%	5,1%	4,9%	5,1%	5,0%
depuis 2001	3,2%	5,2%	4,4%	4,8%	4,1%	4,4%	4,2%

Source : STATEC, calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La troisième partie du tableau révèle que la croissance potentielle peut varier considérablement d'une année à l'autre. La méthode par une tendance linéaire est l'exception parce qu'elle prend comme hypothèse que la croissance potentielle est constante. Entre les autres méthodes, la croissance potentielle est relativement plus stable si estimée par le filtre Hodrick-Prescott ou par la méthode Harvey-Jaeger (ces deux approches sont liées méthodologiquement et pénalisent des changements brusques dans la croissance potentielle). A l'autre extrême, les méthodes de Kuttner et de Apel-Jansson trouvent les estimations de la croissance potentielle relativement plus volatiles. Ceci est logique parce que ces deux méthodes se distinguent en considérant non seulement l'évolution du PIB observé mais aussi celle de l'inflation et (pour la méthode Apel-Jansson) celle du chômage.

En comparant la croissance effective dans la première colonne à la croissance potentielle, il est possible de constater que deux méthodes (filtre Hodrick-Prescott et approche par la fonction de production) trouvent que la croissance effective en 2004 a déjà dépassé la croissance potentielle. Cependant, la croissance effective prévue pour 2005 n'est pas suffisante pour égaler la croissance potentielle estimée par ces deux méthodes. C'est seulement quand la croissance effective se rapproche de 4% en 2006 et 2007 qu'elle rejoint la croissance potentielle. En effet, à la fin de l'échantillon considéré, la croissance prévue converge avec la croissance potentielle pour toutes les méthodes sauf deux (tendance linéaire et Harvey-Jaeger).

Les dernières deux lignes permettent de comparer la moyenne de la croissance observée ou prévue (première colonne) avec la moyenne de la croissance potentielle estimée par les différentes méthodes. En considérant toute la période depuis 1981, la moyenne de la croissance effective est généralement près de celle de la croissance potentielle (sauf pour la tendance linéaire). Cependant, la moyenne de la croissance effective est généralement inférieure à la moyenne de la croissance potentielle. Cela pourrait signifier que l'échantillon n'est pas équilibré en nombre d'expansions et de contractions, que le cycle est asymétrique (expansions plus longues, contractions plus violentes) ou encore que la croissance potentielle au Luxembourg a bénéficié d'un changement structurel sur la période. Si les moyennes sont calculées sur la période plus récente (depuis 2001), la moyenne de la croissance effective devient encore plus faible par rapport à la moyenne de la croissance potentielle. Ceci semble indiquer que le ralentissement actuel et plus conjoncturel que structurel.

En conclusion, l'estimation de l'écart de production et de la croissance potentielle reste sujet à un degré élevé d'incertitude, comme illustré par la taille des révisions. Cependant, ces estimations peuvent contribuer à situer l'économie nationale dans le cycle économique, en conjonction avec une analyse des autres indicateurs économiques. Les résultats présentés ici confirment que le niveau de la production observée est actuellement inférieur à la production potentielle et que la croissance en 2005 sera probablement inférieure à son taux potentiel.

1.2.5 Le secteur financier⁶

1.2.5.1 Les comptes de profits et pertes

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

Au cours de l'année 2004, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé un résultat brut avant provisions et impôts de 3 909 millions d'euros, soit une baisse de 6,8% ou 284 millions d'euros par rapport à l'exercice 2003. Cette diminution trouve son origine dans un recul du résultat brut, notamment de la marge sur intérêts qui a diminué de 4% par rapport à l'année 2003 suite au désengagement de certaines banques luxembourgeoises à l'étranger et à la persistance à un niveau historiquement bas des taux d'intérêt. Du côté dépenses, on observe une progression des frais de personnel et d'exploitation (+3,3%) qui s'explique essentiellement par la progression des frais de personnel, qui est la résultante de la combinaison de la hausse salariale et d'une reprise de la création nette d'emplois.

Au cours du premier trimestre de l'année en cours, la tendance à la hausse des cours boursiers européens ainsi que les perspectives macro-économiques modérément optimistes ont constitué un cadre propice au développement des résultats bancaires. Ainsi, sous l'empreinte de ces développements, le résultat brut, qui traduit l'évolution de l'ensemble des sources principales de revenus des banques de la place, progresse de 3,5% pour s'établir à 1 985 millions d'euros au 31 mars 2005. En reflet à la poursuite d'un contrôle strict des coûts opérationnels, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 1 085 millions d'euros au 31 mars 2005, ce qui représente une hausse de 5,3% par rapport au 31 mars 2004.

⁶ Une analyse détaillée et exhaustive du secteur financier luxembourgeois est contenue dans la Revue de stabilité financière 2005 présentée en avril et à laquelle le lecteur intéressé peut se référer. Pour cette raison, le commentaire contenu dans ce rapport se confère aux évolutions récentes des comptes de profits et pertes et de l'emploi dans le secteur financier.

TABLEAU 11 : ÉVOLUTION DES COMPTES DE PROFITS ET PERTES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS¹

	2004/03	2005/03	Variations en pourcent	Variation en termes bruts
1 Intérêts et dividendes perçus	8 150	8 241	1,1	91
2 Intérêts bonifiés	7 189	7 308	1,6	119
3 Marge sur intérêts (1-2)	961	934	-2,8	-27
Revenus nets :				
4 sur réalisation de titres	129	116	-9,9	-13
5 sur commission	735	771	4,9	36
6 sur opérations de change	78	78	-0,5	0
7 sur divers	14	86	515,8	72
8 Revenus nets (4+5+6+7)	956	1 051	9,9	95
9 Résultat brut (3+8)	1 917	1 985	3,5	68
10 Frais de personnel	459	480	4,6	21
11 Frais d'exploitation	342	341	-0,3	-1
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	801	821	2,5	20
13 Impôts divers, taxes et redevances	11	9	-20,2	-2
14 Amortissement sur immobilisé non financier	74	70	-5,4	-4
15 Résultat avant provisions (9-12-13-14)	1 031	1 085	5,3	54

¹ Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

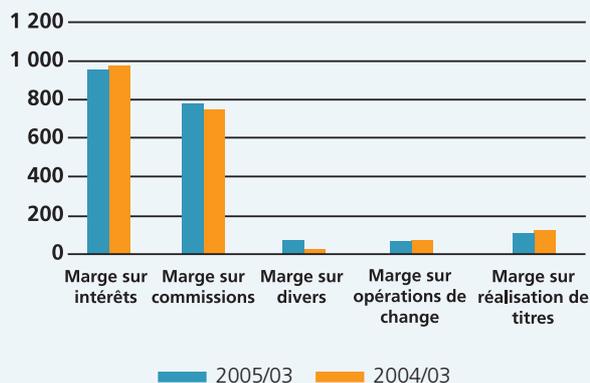
Source : BCL

La marge sur intérêts s'élève à 934 millions d'euros au 31 mars 2005 contre 961 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit un repli de 2,8%. Cette diminution s'explique par la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et obligataires et cela en dépit d'un accroissement de la somme des bilans. De plus, la persistance à un niveau historiquement bas des taux d'intérêt et l'absence de modification des taux directeurs par l'Eurosystème ont eu pour conséquence que les établissements de crédit n'ont pas pu procéder à des transformations d'échéances fructueuses permettant

d'améliorer leur marge sur intérêts. Ainsi, bien que les intérêts perçus et bonifiés aient augmenté au cours de la période sous revue, la marge sur intérêts est en baisse. En effet, au 31 mars 2005 les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 8 241 millions d'euros (en hausse de 1,1% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés se chiffraient à 7 308 millions d'euros (en progression de 1,6% par rapport au 31 mars 2004).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 24 : VENTILATION ET ÉVOLUTION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES AU COURS DU PREMIER TRIMESTRE DES ANNÉES 2004 ET 2005 (EN MILLIONS D'EUROS)



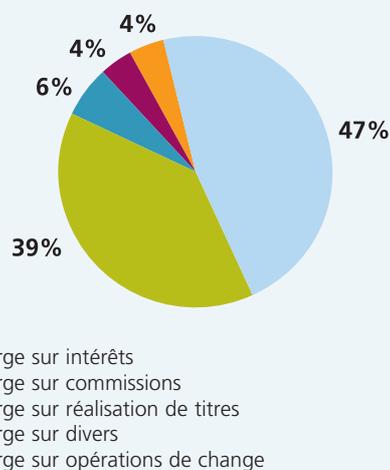
Source : BCL

Le résultat hors intérêts, quant à lui, a été marqué par la hausse du solde net sur commissions et des revenus nets sur divers, alors que les revenus sur réalisations de titres sont en baisse.

Le solde net sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activité de la clientèle privée et par les fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administration centrale, a su profiter de conditions plus robustes sur les marchés financiers. La reprise de confiance des investisseurs et partant le recours accru aux investissements par la clientèle sont également confirmés par l'apport en capital de 42 547 millions d'euros durant les deux premiers mois de l'année en cours. L'apport en capital et l'évolution favorable des marchés boursiers sont à l'origine de l'augmentation de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC (+17,21% en variation annuelle), sur base de laquelle sont calculées les commissions que les OPC doivent verser aux banques. Ces facteurs expliquent la hausse du solde net sur commissions qui se chiffre à 36 millions d'euros (+4,9%) sur 12 mois, soit 735 millions d'euros au 31 mars 2004 contre 771 millions d'euros un an plus tard.

La ventilation des principales composantes des revenus bancaires au cours du premier trimestre de 2005 confirme la progression du solde net sur commissions alors que la marge sur intérêts recule très nettement. Ainsi, la part relative de la marge sur intérêts dans le résultat brut a fléchi de 3,1%, passant de 50,1% au 31 mars 2004 à 47% au 31 mars 2005, tandis que le solde net sur commissions voyait sa part relative augmenter de 0,5% pour atteindre 38,8% au 31 mars 2005.

GRAPHIQUE 25 : PONDÉRATION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES AU COURS DU PREMIER TRIMESTRE DE L'ANNÉE 2005



Source : BCL

Au niveau des frais, on constate un renversement de la tendance à la maîtrise des coûts de personnel, observée au cours des trimestres précédents. Ainsi, les frais de personnel et autres frais d'exploitation affichent une hausse modérée de 2,5% (+20 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 821 millions d'euros au 31 mars 2005 contre 801 millions d'euros un an plus tôt. L'ensemble de cette hausse est imputable aux frais de personnel puisque les autres frais administratifs montrent un léger recul de 0,3% sur base annuelle.

L'augmentation des frais de personnel, quant à elle, s'explique par deux facteurs ; d'une part, la dernière indexation des salaires, survenue en octobre 2004, continue de peser sur la masse salariale et d'autre part, la hausse des effectifs (création nette de 319 emplois entre les 31 mars 2004 et 2005).

La hausse du résultat avant provisions de 5,3% ou 54 millions d'euros s'explique donc par le cumul d'une hausse continue de frais de personnel et des autres frais d'exploitation, d'une diminution des frais d'exploitation et des impôts divers ainsi qu'une hausse du résultat brut.

1.2.5.2 L'emploi dans le secteur bancaire

L'effondrement des marchés financiers au début de l'année 2001 et le ralentissement économique subséquent ont nettement marqué les établissements de crédit luxembourgeois. Ces derniers, fortement orientés vers le *private banking*, ont dû faire face à un recul de leurs résultats, provoqué notamment par le manque d'intérêt des investissements de la clientèle sur les marchés financiers. A l'instar des banques étrangères, les établissements de crédit luxembourgeois ont développé des programmes importants de réduction des frais afin de faire face à cette situation.

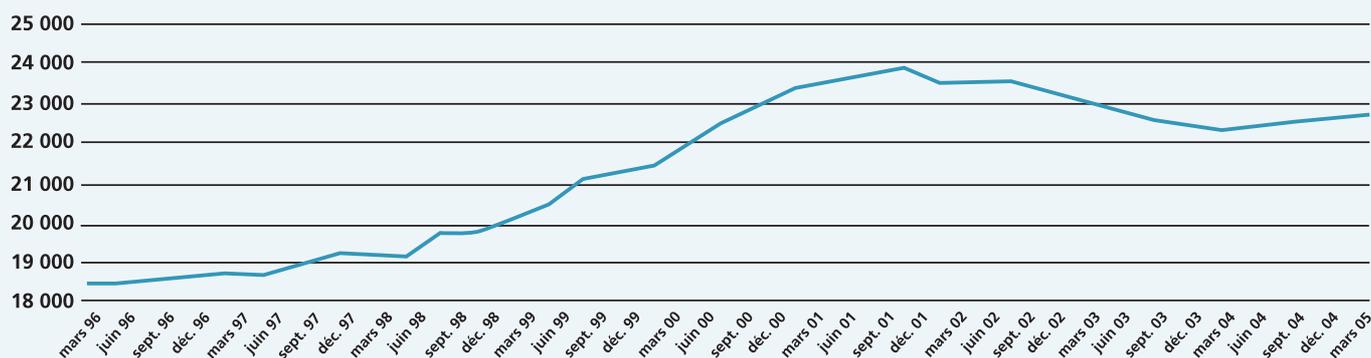
La maîtrise des frais de fonctionnement s'est concrétisée par une réduction des autres frais administratifs (frais de conseil, frais de voyages, voitures de service etc.) ainsi que par la réduction des frais de personnel. Par conséquent, les années 2002 et 2003 étaient marquées par un net recul de l'emploi bancaire de respectivement 2,5% (594 emplois) et 3,4% (787 emplois).

La reprise des marchés boursiers et les perspectives économiques plus clémentes depuis le début de l'année 2004 ont conduit à une reprise des interventions de la clientèle sur les marchés financiers. Ces anticipations plus optimistes quant au développement des activités ont ainsi permis une nouvelle phase de création nette d'emplois dans le secteur bancaire. Débutant sur un rythme modéré durant l'année 2004, celle-ci a pris de la vigueur au cours du premier trimestre de l'année 2005. Ainsi, rythmé par une croissance moyenne de 52 emplois par trimestre durant l'année 2004, l'effectif dans les établissements de crédit luxembourgeois s'est accru de 162 emplois au cours des trois premiers mois de l'année en cours. Par rapport au 31 mars 2004, l'effectif des banques luxembourgeoises est en progression de 1,4%, soit une création nette de 319 emplois, pour s'élever à 22 711 emplois au 31 mars 2005.

Outre les perspectives commerciales plus favorables, il est à souligner que les phénomènes d'externalisation ont moins pesé sur l'emploi bancaire que par le passé.

La reprise de la création nette d'emplois dans le secteur bancaire doit cependant être nuancée par deux facteurs. D'une part, un retournement de tendance n'est pas à exclure si l'environnement macroéconomique, qui demeure fragile, venait à se dégrader. D'autre part, la création nette de 319 emplois entre mars 2004 et mars 2005, ne peut éluder le fait que le secteur bancaire a perdu 1 183 emplois entre décembre 2001 et mars 2005, soit une baisse de 4,9%.

GRAPHIQUE 26 : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DE L'EMPLOI DANS LE SECTEUR BANCAIRE ENTRE MARS 1996 ET MARS 2005



Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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. 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% en 2003. Depuis lors, la croissance de l'emploi s'est redressée tout au long de 2004 pour atteindre 2,5% en moyenne. A la faveur de cette vitesse de croisière soutenue, l'emploi total a dépassé la barre des 300 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg dès avril 2004, pour finalement s'établir à 301 579 personnes en moyenne. Cette évolution de la trajectoire d'évolution de l'emploi répond à la reprise de la croissance économique entamée depuis 2002. En outre, les estimations disponibles pour le premier trimestre de 2005 (soit 2,8%) permettent d'escompter une poursuite de cette croissance annuelle de l'emploi.

L'économie luxembourgeoise a donc créé un nombre grandissant d'emplois tout au long de l'année 2004. La décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi révèle que le décollage observé en 2004 trouve principalement sa source dans les secteurs des "Administrations publiques, santé et autres activités de services" (0,6 point de pourcentage sur les 2,5% de croissance moyenne observée au cours de l'année sous revue, soit près d'un emploi sur quatre créés) et ce nonobstant la décision relevant du budget du Gouvernement central en 2004 de procéder à un arrêt temporaire des recrutements (sauf dans la police et l'enseignement). Viennent ensuite les secteurs des "Activités immobilières, locations et services aux entreprises" (0,4 point de pourcentage), de la "Construction" (0,3 point de pourcentage) et des "Transports" (0,3 point de pourcentage). Du côté des moteurs traditionnels de la progression de l'emploi qui s'étaient éteints lors du ralentissement conjoncturel, force est de constater un timide redémarrage de la croissance dans le secteur des "Activités financières"⁷ (0,1 point de pourcentage) alors que celui de l'"Industrie et manufacture" ne s'est toujours pas rallumé (-0,1 point de pourcentage).

TABEAU 12 : 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	2,9%	4,2%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,5	2,3	3,7%	5,2%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,5	1,8	4,2%	5,8%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,3%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	5,6%
2004 T3	2,8	2,6	2,8	4,9	1,6	2,0	4,1%	5,6%
2004T4	2,9	3,0	2,9	5,2	1,6	2,0	4,4%	6,1%
2005T1	2,8	2,4	2,8	5,2	1,4	1,7	4,7%	6,3%
janv. 05	3,0	2,7	2,9	5,3	1,5	1,8	4,7%	6,4%
févr. 05	3,1	2,3	3,1	5,4	1,6	2,1	4,7%	6,4%
mars 05	2,5	2,1	2,4	4,9	1,0	1,3	4,6%	6,2%

* Les données concernant l'emploi de janvier à mars 2005 sont des estimations.

Source : IGSS, STATEC, calculs BCL

⁷ Le secteur des "Activités financières" selon l'IGSS comprend en plus des banques et PSF, les activités d'assurances et les travailleurs intérimaires employés dans ces secteurs.

Les non-résidents actifs au Luxembourg, dont le nombre total s'élève à 111 855 personnes en 2004 (après 106 856 personnes en 2003) continuent d'occuper la grande majorité des nouveaux emplois créés. Cependant, leur poids dans les nouveaux emplois n'a cessé de diminuer graduellement tout au long de l'année 2004, de sorte qu'ils représentent 67,7% des nouveaux emplois (après 71,3% l'année précédente). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (51,9% de l'ensemble des travailleurs frontaliers), devant ceux de Belgique (27,2%) et d'Allemagne (20,9%).

La contrepartie de cette évolution est forcément la progression de la part des résidents dans les emplois nouvellement créés. Cette hausse de la part des résidents occupant ces emplois nouveaux contraste avec le recul observé antérieurement. La reprise de la croissance de l'emploi au cours de l'année 2004 a donc davantage bénéficié aux résidents, favorisant dans son sillage le ralentissement de la hausse du taux de chômage au cours de la période sous revue. L'emploi national frôle désormais la barre des 200 000 personnes en 2004 (plus précisément 198 355 agents en moyenne), en augmentation de 1,3% par rapport à l'année précédente (195 862 personnes en 2003). Ceci étant, la tendance à la baisse de la part des résidents luxembourgeois s'est poursuivie pour se fixer à 33% de l'emploi salarié total en 2004.

Le rythme de croissance annuelle de l'emploi salarié et celui de l'emploi indépendant s'est aussi redressé tout au long de 2004 atteignant respectivement 2,6% et 1,9% après 2,0% et 0,3% (soit 281 294 salariés et 20 285 travailleurs indépendants en 2004 après 274 188 salariés et 19 899 travailleurs indépendants en moyenne en 2003).

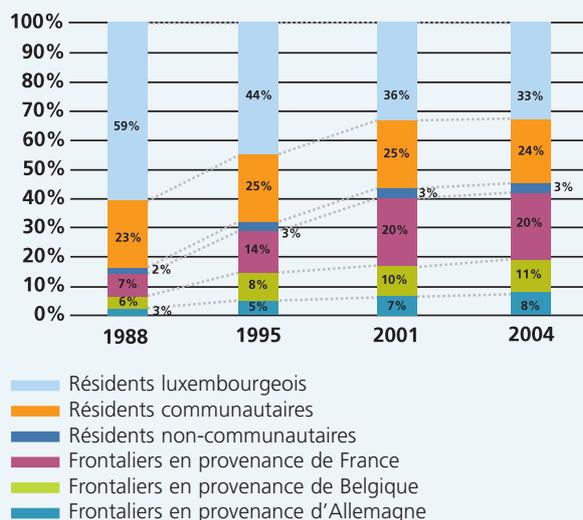
La répartition sectorielle de l'emploi salarié, qui représente 93,3% de l'emploi total en 2004, révèle des différences selon la nationalité et le lieu de résidence des salariés. Environ 46% des résidents de nationalité luxembourgeoise occupent un poste dans les "Autres services". Ceci s'explique notamment par le fait que les services publics privilégient la langue nationale. Les résidents étrangers sont, de leur côté, majoritairement occupés dans les secteurs suivants : "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (pour 21% d'entre eux), "Autres services" (18%) et "Construction" (17%). Les non-résidents se concentrent, quant à eux, dans les services de l'"Immobilier, location, services fournis aux entreprises" (19,5%), du "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (19,3%) et de l'"Industrie, énergie et eau" (16,7%).

Quant au travail intérimaire, en dépit du fait qu'il n'a représenté que 2,7% de l'emploi salarié au Luxembourg au cours des huit premiers mois de 2004⁷, il n'en demeure pas moins intéressant à observer, car il fait figure d'indicateur avancé des évolutions sur le marché de l'emploi.

En effet, le recul du nombre de travailleurs intérimaires, de contrats de missions ainsi que le ralentissement de la progression du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire observés dès le début de l'année 2001 et jusqu'en 2003 sont des évolutions riches en enseignements. La reprise de la croissance de l'emploi intérimaire conjuguée à l'accélération vigoureuse de la progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires au cours des huit premiers mois de 2004 (resp. 9,3% et 10,6% après 7,5% et 3,0% l'année précédente à la même période), constituent les prémisses d'une croissance plus subséquente de la création d'emplois.

La reprise de la conjoncture observée depuis 2002 a progressivement stimulé l'évolution des principaux agrégats de l'emploi en 2004. De fait, les trajectoires respectives de ces indicateurs de l'emploi se sont progressivement réajustées à la hausse dans la foulée de la reprise de la conjoncture. Cependant, ce redémarrage est, somme toute, relativement modeste à l'aune des évolutions historiques, car ces agrégats de l'emploi n'ont pas renoué avec les taux de croissance particulièrement robustes observés avant 2001. D'ailleurs, l'évolution à la hausse du taux de chômage en 2004 témoigne du fait que cette progression de l'emploi ne permet pas de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg.

GRAPHIQUE 27 : COMPOSITION DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LE LIEU DE RÉSIDENCE ET LA NATIONALITÉ DU SALARIÉ

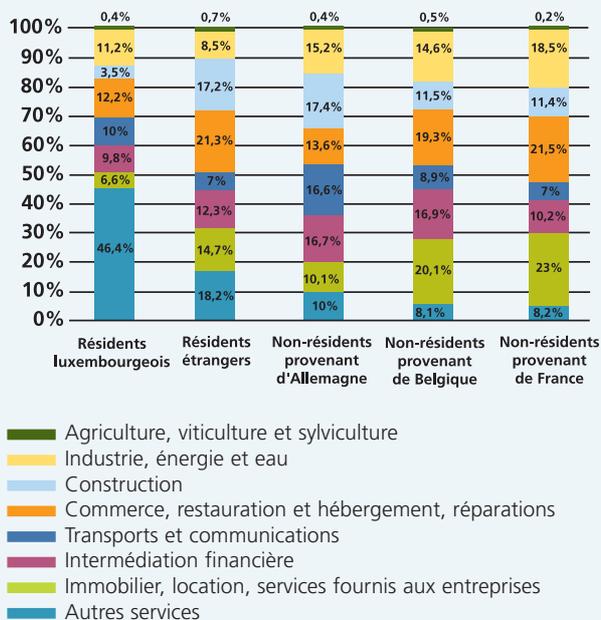


Source : IGSS

⁷ Les données disponibles concernant le travail intérimaire pour l'année 2004 ne sont actuellement disponibles que pour les huit premiers mois de 2004.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 28 : 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

En dépit de la reprise de la conjoncture qui se consolide depuis 2002, le taux de chômage au sens "strict" est passé de 3,7% en 2003 (ou 7 587 personnes) à 4,2% en 2004 (soit 8 716 personnes). Au regard de cette évolution, le nombre de chômeurs a certes continué d'augmenter en 2004, mais à un rythme de moitié inférieur à celui de l'année précédente (15,0% de hausse annuelle après 30,6% en 2003).

En 2004 comme en 2003, les hommes ont représenté en moyenne 54,4% des personnes au chômage. La ventilation du nombre de chômeurs par tranches 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. En 2004, plus d'une personne sans emploi sur quatre au Luxembourg est un chômeur "de longue durée" (c'est-à-dire inscrit à l'ADEM depuis plus de douze mois), contre seulement un chômeur sur cinq l'année précédente à la même période. En outre, la part des chômeurs "de longue durée" au sein de la population au chômage est celle ayant enregistré la hausse annuelle la plus importante (13,3% en 2004 après une baisse de 1,5% l'année passée).

Quant à la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âge, les chômeurs de plus de cinquante ans représentent désormais près d'une personne sur six inscrites à l'ADEM, alors que seule une personne sans emploi sur huit était âgée de plus de cinquante ans l'année précédente. De plus, la catégorie des personnes de plus de cinquante ans a affiché l'augmentation annuelle de ses effectifs la plus substantielle au cours de la période sous revue (+15,8% après -0,6% l'année précédente).

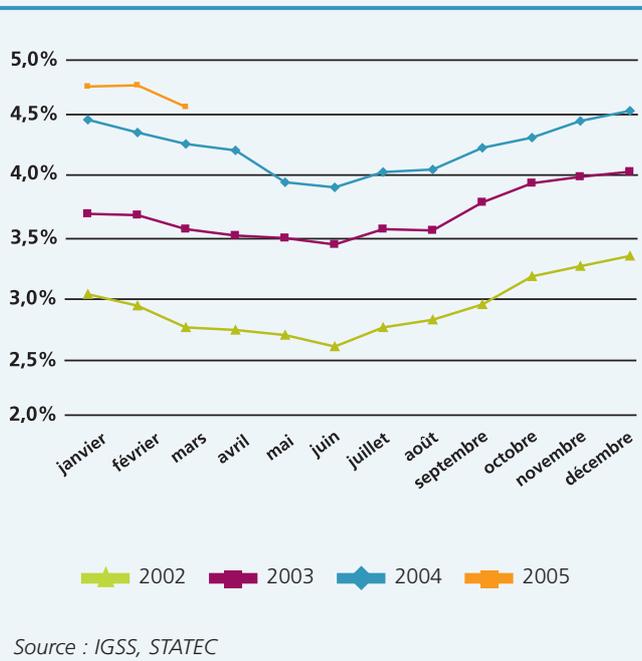
Les hausses prononcées des chômeurs "de longue durée" et des chômeurs "de plus de cinquante ans" détonnent donc par rapport à une progression du nombre des offres d'emplois non satisfaites qui s'est significativement accélérée au courant de 2004 et témoigne de l'inertie relative du marché de l'emploi par rapport à la consolidation de la conjoncture, voire la cristallise.

Le taux de chômage au sens "large", qui comprend les personnes qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi, a atteint 5,8% en moyenne en 2004 après 5,2% en 2003, (soit 11 913 personnes en 2004, après 10 518 en 2003). L'augmentation de ce taux de chômage s'explique à la fois par la hausse du taux de chômage au sens "strict" et par l'accroissement du nombre de personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi, dont le nombre est passé de 2 931 en 2003 à 3 197 en 2004, soit une augmentation annuelle de 9,0%, en moyenne, en 2004.

Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS), qui constituent autant d'opportunités de sortie du chômage pour les personnes sans emploi, a augmenté graduellement tout au long de 2004 (de l'ordre de 22,1% en glissement annuel) alors que leur nombre avait reculé l'année précédente (de l'ordre de 7,9%). De fait, 1 014 emplois ont été proposés en moyenne chaque mois en 2004 (après 842 postes offerts par mois en 2003). On observe que près de la moitié de ces postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des "Professions libérales, techniciens et assimilés" et des "Employés de bureau". Le ratio des OENS aux demandes d'emploi non satisfaites permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale et la demande de travail (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). En dépit de l'augmentation observée du nombre d'OENS depuis le deuxième trimestre de 2004, l'appariement entre l'offre et la demande de force de travail ne s'est pas amélioré (il est demeuré identique à celui observé en 2003 à la même période, soit en moyenne un poste offert pour 9 candidats potentiels inscrits à l'ADEM).

L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation demeure la plus substantielle en 2004 : "Autres services" (un emploi offert pour 24 chômeurs potentiellement intéressés), "Vendeurs" (1/21) et "Travailleurs des transports" (1/13). Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail en 2004 sont ceux des "Professions libérales, techniciens et assimilés" (une proposition d'emploi pour 4 demandes potentielles), des "Employés de bureau" (1/6) et, des "Artisans, ouvriers, (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiments)" (1/8). Ces plus ou moins bonnes performances en termes d'adéquation entre l'offre et la demande de main-d'œuvre au sein de ces différents secteurs de l'économie dépendent à la fois de la quantité et du degré de qualification de l'offre de travail nationale disponible pour occuper un emploi ainsi que de l'offre de travail présente dans les économies limitrophes qui vient concurrencer l'offre nationale pour ces postes offerts.

GRAPHIQUE 29 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS "STRICT" (EN POURCENTAGE DE LA POPULATION ACTIVE)



Quel est le taux de croissance nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au Luxembourg ?

Après avoir brutalement ralenti en 2001, l'activité économique a redémarré au Luxembourg depuis 2002. Toutefois, la situation sur le front du chômage ne s'est pas améliorée au cours de cette reprise de la conjoncture. De fait, le taux de chômage est passé de 2,6% en 2001 à 4,2% en 2004. Cependant, il devrait théoriquement exister une relation inverse entre la croissance économique et les évolutions du chômage. Dès 1962, A.Okun⁹ a estimé une régression linéaire permettant d'expliquer l'évolution du taux de chômage en fonction de la croissance économique. Les résultats de cette équation sont généralement désignés sous le nom de "loi d'Okun", même s'il s'agit d'une régularité empirique et non d'une "loi" formelle dérivée de la théorie économique.

La montée paradoxale du chômage parallèlement à la reprise de la conjoncture depuis 2002 met en cause l'existence d'une relation entre ces différents phénomènes économiques au Luxembourg. Cet encadré s'attache à investiguer cette question de manière plus formelle. La relation entre le différentiel du taux de chômage et la croissance du PIB sera estimée par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) sur des données annuelles s'étalant de 1985 à 2004¹⁰. Pour tenir compte des éventuels coûts d'ajustement et autres rigidités, la procédure de Schnabel (2002) sera suivie en intégrant des retards supplémentaires de la croissance du PIB. L'ajout d'un seul retard est suffisant pour optimiser le critère de Schwarz.

$$\Delta U_t = a_1 + a_2 \Delta Y_t + a_3 \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

où $\Delta U_t = U_t - U_{t-1}$ est la variation du taux de chômage entre la date t et la date t-1

et $\Delta Y_t = \log(Y_t) - \log(Y_{t-1})$ est la variation du logarithme du PIB à prix constants entre la date t et la date t-1

a_1 , a_2 et a_3 : sont les paramètres de l'équation ou encore les coefficients de régression

ε_t : représente le terme d'erreur du modèle.

⁹ Potential GNP: Its measurement and Significance ; A.Okun ; Cowles Foundation, Yale University.

¹⁰ La période d'analyse débute en 1985 en raison de l'absence de comptes nationaux en version SEC 95 avant cette date.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Au Luxembourg plusieurs mesures du taux de chômage sont disponibles. Ainsi, l'équation sera séparément estimée pour trois mesures différentes :

- Le taux de chômage au sens strict se définit comme étant le nombre de personnes sans emploi inscrites auprès de l'ADEM (Administration de l'emploi) rapporté à la population active résidente au Luxembourg.
- Le taux de chômage au sens large se définit comme la somme des personnes sans emplois inscrites auprès de l'ADEM et des personnes bénéficiant d'une mesure spéciale pour l'emploi rapportée à la population active résidente au Luxembourg.
- Le taux de chômage harmonisé est celui issu de l'enquête sur les forces de travail et donc correspond à la définition du BIT (Bureau international du travail). Ce concept comprend toutes les personnes âgées de 15 à 74 ans qui sont sans travail, qui sont disponibles pour commencer à travailler dans les deux semaines et qui ont activement recherché un emploi pendant les quatre semaines précédentes.

Le tableau suivant présente les résultats d'estimation pour le Luxembourg, l'Union européenne, la zone euro et les économies limitrophes au Luxembourg. Pour le Luxembourg, seuls les résultats basés sur le taux de chômage au sens strict sont présentés (les autres mesures du taux de chômage donnent des résultats moins satisfaisants) ; pour les autres économies le taux de chômage harmonisé tel que fourni par Eurostat figure dans le tableau.

TABLEAU 13 : ESTIMATION DE LA RELATION ENTRE CHÔMAGE ET CROISSANCE

	Luxembourg	Union européenne (UE15)	Zone euro (12 pays)	France	Allemagne	Belgique
a_1	0,771** (5,870)	1,060** (8,200)	1,108** (6,634)	1,042** (5,426)	1,206** (5,845)	1,611** (8,269)
a_2	-0,059** (3,896)	-0,332** (7,138)	-0,347** (6,234)	-0,318** (4,746)	-0,512** (6,629)	-0,415** (7,996)
a_3	-0,059** (3,240)	-0,265** (10,564)	-0,290** (8,515)	-0,175** (3,164)	-0,271** (3,579)	-0,365** (5,802)
R^2	0,629	0,950	0,942	0,725	0,845	0,850
R^2 ajusté	0,579	0,937	0,927	0,688	0,810	0,831
F de Fisher	12,703**	76,237**	64,457**	19,726**	24,489**	42,753**
Statistique de Durbin-Watson	1,9	1,6	1,2	1,3	1,6	1,6
$-a_1/(a_2+a_3)$	6,5	1,8	1,7	2,1	1,5	2,1
Intervalle de confiance de $-a_1/(a_2+a_3)$	[5,7 ; 7,3]	[1,6 ; 1,9]	[1,5 ; 1,9]	[1,6 ; 2,6]	[1,3 ; 1,8]	[1,8 ; 2,3]

(·) : t de Student avec correction de Newey-West

* : paramètre significatif au seuil de 5%

** : paramètre significatif au seuil de 1%

Source : ADEM, STATEC, Eurostat, calculs BCL

Au regard des t de Student (avec correction de Newey-West), il apparaît que les coefficients sont significatifs pour tous les pays.

Le coefficient de régression a_1 est représentatif de la croissance autonome du taux de chômage en l'absence de croissance de PIB. Les coefficients a_2 et a_3 décrivent l'impact de la conjoncture sur le taux de chômage. Ces derniers sont toujours négatifs, ce qui confirme que la croissance du PIB a un impact à la baisse sur le taux de chômage.

Posant $0 = \Delta U_t = a_1 + a_2 \Delta(Y_t) + a_3 \Delta(Y_{t-1})$, il est possible de calculer le taux de croissance du PIB nécessaire pour que le taux de chômage reste inchangé : $\Delta(Y_t) = \Delta(Y_{t-1}) = -a_1/(a_2 + a_3)$ en supposant que l'impact contemporain et l'impact différé de la croissance se cumulent. Il en résulte que le taux de croissance du PIB nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au sens strict est de 6,5% au Luxembourg. Ce chiffre est calculé par une fonction non-linéaire des coefficients estimés ; cependant il est possible d'approximer son intervalle de confiance par la méthode Delta (tel que décrit par la dernière ligne du tableau). Ceci signifie que le rapport $-a_1/(a_2 + a_3)$ se situe entre 5,7% et 7,3% au Luxembourg. Notons que le taux de croissance moyen au Luxembourg a été inférieur à cet intervalle sur la période considérée. Ceci suggère que la loi d'Okun ne peut apporter qu'une explication partielle de l'évolution du chômage au Luxembourg.

Selon la relation estimée pour le Luxembourg, même si la croissance s'établit à un taux positif mais inférieur à 6,5%, le taux de chômage au sens strict va enregistrer une augmentation à cause de la constante a_1 (de l'ordre de 0,8 point de pourcentage). Ceci peut s'expliquer par l'impact de la pression démographique sur le chômage, par l'afflux de travailleurs frontaliers ainsi que par le progrès de la productivité.

TABLEAU 14 : RÉPARTITION DES OBSERVATIONS DU LUXEMBOURG

	$\Delta Y > \frac{-a_1}{a_2 + a_3}$	$\Delta Y < \frac{-a_1}{a_2 + a_3}$
$\Delta U > 0$	2	9
$\Delta U < 0$	6	2

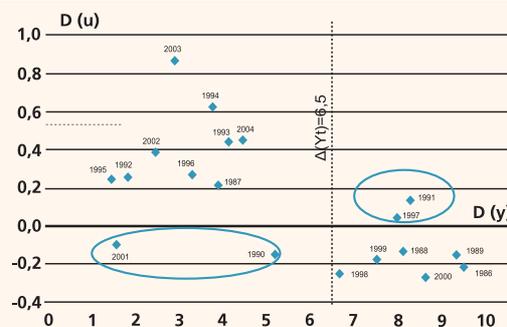
Source : ADEM, STATEC, calculs BCL

Il est intéressant de remarquer que l'essentiel des observations du Luxembourg (78,9%) se situent sur la diagonale du tableau ci-dessus, conformément à la loi d'Okun. Cependant, il faut remarquer qu'une croissance supérieure à la valeur estimée par $-a_1/(a_2 + a_3)$ n'est ni une condition nécessaire ni une condition suffisante pour baisser le taux de chômage. En effet, elle n'est pas une condition nécessaire parce qu'en deux occasions (1990 et 2001) le taux de chômage a baissé quand la croissance économique était en dessous de la valeur estimée. Elle n'est pas une condition suffisante parce qu'en deux occasions (1991 et 1997) le taux de chômage a augmenté même lorsque le taux de croissance était plus élevé que la valeur estimée. Ceci est illustré au graphique suivant.

Les losanges correspondent aux valeurs observées du différentiel du taux de chômage (en ordonnée) et du différentiel en logarithme du PIB (en abscisse). Sont entourées par une figure à la forme ovale les observations "atypiques" correspondant à la combinaison de croissance faible et diminution du chômage ou à la combinaison de croissance forte et augmentation du chômage. Compte tenu de la taille très limitée de l'échantillon, ces observations "atypiques" (qui ne sont pas conformes à la loi d'Okun) représentent plus de 20% des observations disponibles et ont pu biaiser le résultat de la régression. Une valeur peut être plus proche de la croissance moyenne observée, telle que 4,8% aurait permis d'intégrer l'année 1990 entre les observations conformes à la loi d'Okun. Cependant, il serait en tout cas impossible d'expliquer les observations en 1991, 1997, 1990 et 2001 seulement par rapport au taux de croissance économique.

En regardant les résultats des autres pays, il est possible de constater que l'ajustement de l'équation mesuré par le R^2 est généralement moindre pour le Luxembourg. D'ailleurs, le taux de croissance de l'économie nécessaire pour stabiliser le taux de chômage fluctue dans une marge assez étroite allant de 1,7% à 2,1% pour les autres économies, mais il est multiplié par trois pour le Luxembourg, où il atteint 6,5%. La structure atypique du marché de l'emploi luxembourgeois pourrait constituer une explication probable de cette moindre "réactivité" du taux de chômage à la conjoncture. En effet, la présence de travailleurs frontaliers au Luxembourg, qui participent à la production et donc à l'évolution du PIB, mais qui, lorsqu'ils perdent leur emploi, ne sont pas comptabilisés dans les statistiques du chômage, fragilise la relation entre l'évolution du taux de chômage et celle du PIB.

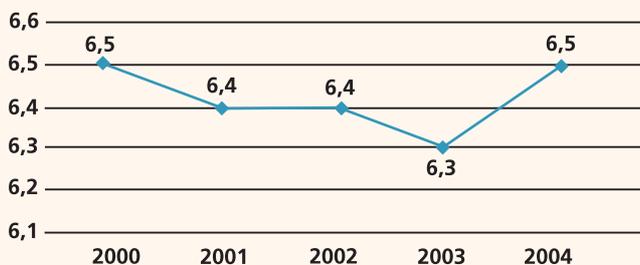
GRAPHIQUE 30 : RELATION ENTRE LA VARIATION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS STRICT ET L'ÉVOLUTION DU PIB AU LUXEMBOURG



Source : ADEM, STATEC, calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 31 : TAUX DE CROISSANCE NÉCESSAIRES POUR STABILISER LE TAUX DE CHÔMAGE AU LUXEMBOURG OBTENUS VIA UN MODÈLE DE RÉGRESSION GLISSANTE



Source : ADEM, STATEC, calculs BCL

Pour analyser un éventuel impact grandissant à travers le temps des travailleurs frontaliers sur la relation entre chômage et croissance, il semble opportun de répéter l'analyse avec une régression glissante. Ce type de régression consiste à ré-estimer la relation avec un nombre d'observations prédéfini, en avançant cette "fenêtre" à travers l'échantillon d'une observation à chaque fois. Les résultats sont présentés sous forme d'un graphique décrivant le taux de croissance nécessaire pour stabiliser le taux de chômage pour chaque période de seize ans se terminant à la date indiquée en abscisse. Le nombre d'observations dans la fenêtre glissante est certes peu important, mais il est contraint par la disponibilité des données de comptabilité nationale en version SEC 95.

Les résultats obtenus montrent que le taux de croissance requis afin de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg a peu changé tout au long de la période sous revue. En effet, si l'on prend en considération la largeur des intervalles de confiance obtenus, les différences ne sont pas statistiquement significatives. Donc la régression glissante ne peut pas confirmer l'hypothèse d'un impact grandissant des frontaliers sur la loi d'Okun. Un recalcul de ces régressions glissantes avec les données de comptabilité nationale trimestrielle qui viennent de devenir disponibles s'impose afin de pouvoir tirer des conclusions plus affirmatives.

Bibliographie :

Cahuc P., A. Zylberberg ; *Economie du travail* ; De Boeck Université.

Kaufman R. ; *An international comparison of Okun's law* ; Journal of Comparative Economics ; vol.12, n°2, pp 182-203 ; June 1988.

Lee J. ; *The Robustness of Okun's law: Evidence from OECD countries* ; Journal of Macroeconomics ; vol.22, n°2, pp331-356 ; 2000.

Okun A. ; *Potential GNP: Its measurement and Significance* ; Cowles Foundation ; Yale University.

Faut-il oublier la perspective du plein-emploi ; Alternatives économiques ; L'état de l'économie ; Hors-série n°52-2ème trimestre 2002.

Schnabel Gert ; *Output trends and Okun's law* ; BIS Working Paper n°111, April 2002.

Evolution du coût salarial moyen par mois et par personne

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS¹¹, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,1% en 2004 après 3,2% au cours de l'année précédente. Si l'on observe les facteurs qui contribuent à cette quasi-stabilisation de la croissance du coût salarial en 2004, l'indexation continue tout comme l'année précédente à constituer la principale source de cette évolution (+2,1 pp, respectivement en 2003 et 2004), la contribution des autres composantes n'ayant que marginalement fléchi (+1.0 pp en 2004 après +1.2 pp en 2003).

Les principaux faits qui risquent d'influer significativement sur l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux au cours de 2005 proviennent, d'une part, de l'augmentation salariale rétroactive qui va se décider dans les semaines à venir pour les employés du secteur public (qui représentent 25,7% de la masse salariale), et de l'entrée en vigueur du relèvement de certains taux de cotisation à la sécurité sociale¹², d'autre part, l'année 2004 restera largement influencée par l'échéance en octobre 2004 d'une tranche d'indexation, alors que la prochaine échéance se fera sentir, selon nos projections, dès la fin de l'année 2005.

¹¹ IGSS : Inspection Générale de la Sécurité Sociale.

¹² NB : L'impact de ces relèvements est de l'ordre de 0,15 point.

TABLEAU 15 : DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU COÛT SALARIAL MOYEN PAR MOIS ET PAR PERSONNE DANS L'OPTIQUE DE L'INDICATEUR DE COURT TERME DE L'IGSS

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	2,1	1,2	3,2
2004	2,1	1,0	3,1

Trimestres	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2004T1	2,5	1,0	3,5
2004T2	2,5	1,0	3,5
2004T3	0,8	0,9	1,7
2004T4	2,5	1,1	3,6

Mois	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
200410	2,5	0,0	2,5
200411	2,5	2,1	4,6
200412	2,5	1,0	3,5

Source : IGSS

1.2.7 Le commerce extérieur

Après deux années de baisse consécutive, le commerce extérieur du Luxembourg s'est fortement redressé au cours de l'année 2004. Les exportations de biens se sont ainsi établies à 9,8 milliards d'euros en 2004, soit une croissance de 10,8%, alors qu'elles s'étaient contractées respectivement de 1,9% et de 1,7% en 2003 et en 2002. De même, après deux ans de recul, les importations de biens ont fortement progressé (+11,2%) totalisant 13,5 milliards sur toute l'année 2004.

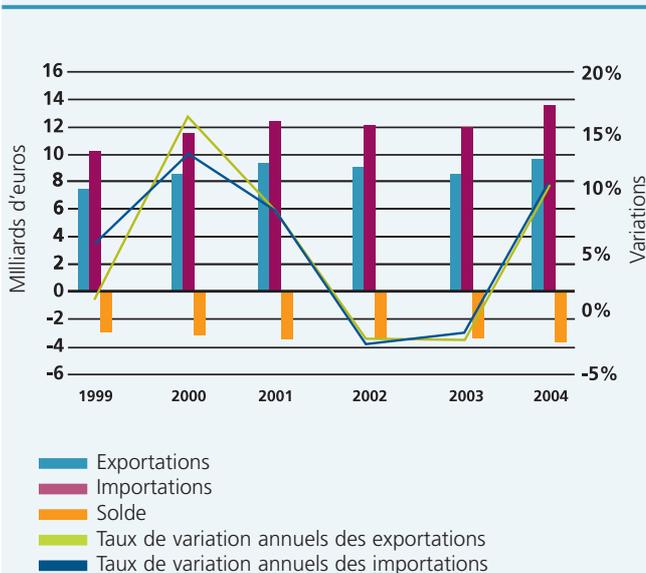
De ce fait, le déficit commercial du Luxembourg a atteint 3,7 milliards d'euros sur l'année 2004, soit une hausse de 12,3% par rapport à l'année 2003. Les données disponibles jusqu'en février 2005 montrent une résorption du déficit commercial qui a atteint 522,6 millions d'euros sur les deux premiers mois de 2005, soit une contraction de 5,8% par rapport aux deux premiers mois de 2004. Cette réduction s'explique par le fait que les exportations de biens, qui ont totalisé 1,7 milliard d'euros sur les deux premiers mois de 2005, ont enregistré une progression de loin plus importante (15%) que celle des importations (9% à 2,2 milliards d'euros).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Pour l'année 2004, la progression des importations de biens s'explique essentiellement par les approvisionnements en matières premières et en produits pétroliers ainsi que par les acquisitions d'aéronefs. Par ailleurs, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont augmenté, les hausses les plus significatives ayant concerné les Etats-Unis avec 91% (pays fournisseur d'aéronefs), le Japon (27,8%) et les pays émergents d'Asie (27%). Les hausses relativement modérées (8,4%) ont affecté les importations en provenance de l'Union européenne (UE25) qui représentent toutefois 90% des parts de marché.

La croissance des exportations du Luxembourg s'explique en grande partie par la bonne tenue des ventes du secteur sidérurgique qui a bénéficié de la hausse de la demande et des cours de l'acier sur les marchés internationaux. En termes de répartition géographique, les exportations à destination de l'Union européenne (UE 25) et des Etats-Unis se sont bien tenues tandis que les livraisons vers le Japon et les pays émergents d'Asie ont en général fortement reculé.

GRAPHIQUE 32 : COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Compte courant

Au cours de l'année 2004, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,26 milliards d'euros, soit une hausse de 15% par rapport au surplus de 2003. Cette amélioration résulte essentiellement de la forte croissance des transactions sur services qui ont dégagé un excédent record de 8,8 milliards d'euros en 2004, en hausse de 18% par rapport à l'année précédente. Contrairement à la balance des services, tous les autres soldes partiels se sont largement détériorés en 2004 comparés à l'année 2003.

L'amélioration de l'excédent des services s'explique en grande partie par l'embellie des services financiers dont le surplus a augmenté d'environ 23% pour se chiffrer à 6,5 milliards d'euros en 2004. Cette évolution très favorable est à mettre en relation avec la hausse des cours boursiers au niveau international dans la mesure où une grande partie des recettes provient des commissions encaissées sur base de la valeur des actifs détenus par les organismes de placement collectifs. Hors services financiers, soulignons les bonnes performances dans les services informatiques et d'information (dont l'excédent a doublé suite à l'implantation de nouvelles sociétés), ainsi que dans le domaine du fret aérien et dans les assurances.

La balance des marchandises s'est soldée par un déficit de 2,5 milliards d'euros sur toute l'année 2004, en hausse de 8,9% par rapport à l'année précédente. Tant les exportations que les importations ont enregistré des taux de croissance relativement forts (10% et 9,8% respectivement) qui s'expliquent largement par la hausse des prix de l'acier et du pétrole.

La balance des revenus a dégagé un déficit en hausse de 13% à 3 milliards d'euros sur toute l'année 2004. La progression continue du nombre des frontaliers et la hausse des salaires touchés sont à la base de la croissance de la rémunération nette des frontaliers qui s'est établie à 3,6 milliards d'euros en 2004 (8,2%). En ce qui concerne le revenu du capital, son excédent s'est contracté de 9,8% à 642 millions d'euros suite notamment à la réduction de la marge sur intérêts dans le secteur bancaire.

Enfin, l'aggravation du déficit des transferts courants (1 milliard d'euros en 2004 contre 477 millions en 2003) s'explique essentiellement par deux facteurs. Premièrement, les transferts nets de la BCL à la BCE dans le cadre de la répartition des revenus du seigneurage et en rémunération de ses engagements intra-Eurosysteme découlant des opérations de politique monétaire. Deuxièmement, il y a lieu de souligner les versements nets de l'Etat luxembourgeois à la Belgique conformément aux accords conclus sur la répartition des accises communes.

1.2.8.2 Compte financier

Sur toute l'année 2004, les opérations financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 2,5 milliards d'euros, en hausse de 905 millions par rapport à l'année 2003. Les investissements de portefeuille ont enregistré d'importantes entrées nettes (40 milliards) compensées largement par des sorties nettes de 43 milliards d'euros au titre d'investissements directs, de produits dérivés et d'autres investissements.

Du côté des engagements de portefeuille, les souscriptions aux titres luxembourgeois par des non-résidents ont fortement augmenté totalisant 110 milliards d'euros en 2004 contre 87 milliards l'année précédente. Tout comme pour les années précédentes, l'essentiel de ces entrées de fonds provient des émissions de parts d'OPC et d'obligations dans une moindre mesure. En revanche, du côté des avoirs, les résidents luxembourgeois ont modifié l'allocation de leur portefeuille en titres étrangers au cours de l'année 2004. A la faveur de la reprise des marchés boursiers internationaux, les résidents ont investi au total près de 70 milliards d'euros (le même montant qu'en 2003), dont 57% pour les actions (contre 43% en 2003) et le reste pour les obligations.

Les sorties nettes enregistrées par les investissements directs (1,6 milliard d'euros) ont nettement fléchi au cours de l'année 2004 comparées aux montants de 7,7 milliards d'euros en 2003 et 9,7 milliards en 2002. Les flux d'investissements directs réalisés par des sociétés luxembourgeoises à l'étranger ont en effet baissé presque de moitié pour atteindre 47,5 milliards d'euros sur l'année 2004. De même, les flux d'investissements directs étrangers au Luxembourg ont enregistré une importante chute en totalisant 45,9 milliards d'euros en 2004 contre 82 milliards l'année précédente. Tout comme pour les années précédentes, les flux d'investissement direct ont pris la forme, à plus de 80%, de prises de participation impliquant des sociétés holdings résidentes.

Pour toute l'année 2004, les flux d'autres investissements ont enregistré des sorties nettes d'environ 39 milliards d'euros. Ces sorties ont impliqué les trois principaux secteurs résidents, à savoir les "autorités monétaires" (transactions intra-Eurosystème liées à la politique monétaire), les "intermédiaires financiers monétaires" et les "autres secteurs" dont les avoirs envers les non-résidents ont largement augmenté.

TABLEAU 16 : BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG¹

Unité : Million EUR	2003			2004		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	81 531	79 567	1 964	90 435	88 175	2 259
Marchandises	10 020	12 359	-2 339	11 026	13 573	-2 547
Services	21 976	14 534	7 442	26 763	17 950	8 813
Revenus	46 085	48 748	-2 663	49 217	52 228	-3 011
Transferts courants	3 449	3 926	-477	3 428	4 425	-996
COMPTE DE CAPITAL	49	207	-158	26	266	-241
	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde
COMPTE FINANCIER²			-1 636			-2 541
INVESTISSEMENTS DIRECTS³	-89 535	81 810	-7 725	-47 525	45 907	-1 618
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-78 289	75 287	-3 003	-36 094	37 657	1 563
Autres opérations, Prêts intragroupes	-11 245	6 523	-4 723	-11 431	8 250	-3 181
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-69 724	87 015	17 292	-69 713	110 155	40 442
Titres de participation	-30 379	61 995	31 616	-36 454	96 449	59 995
Titres de créance	-39 344	25 020	-14 324	-33 259	13 706	-19 554
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			5 946			-2 515
AUTRES INVESTISSEMENTS	-25 759	8 703	-17 056	-94 057	55 213	-38 844
AVOIRS DE RÉSERVE			-92			-5
Erreurs et omissions			-170			522

¹ Chiffres provisoires ; des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

² Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie ; pour les avoirs des réserves, un signe positif correspond à une diminution, alors qu'un signe négatif correspond à une augmentation des avoirs.

³ Investissement directs : les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg.

Source : BCL, STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.9 Les projections macro-économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent d'automne 2004 et ont été élaborées dans un contexte où l'économie luxembourgeoise avait déjà passé le cap du rebond conjoncturel et où le dynamisme de l'activité économique gagnait en vigueur. Une nette accélération de la croissance du PIB réel en 2004 par rapport à 2003 se profilait ainsi et, sur base des comptes nationaux pour l'année 2003, justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 3,7% à 4,3% en 2004.

Depuis lors, les statistiques récentes ont non seulement confirmé mais également renforcé le constat d'une amélioration conjoncturelle. Les comptes nationaux pour l'année 2004 mettent notamment en exergue une croissance du PIB réel de l'ordre de 4,5% ce qui dépasse légèrement la borne supérieure de nos anticipations initiales. La progression des salaires est restée contenue de sorte que la marge de profit, en nette détérioration en 2001 et 2002, s'est améliorée pour la deuxième année consécutive.

Les indicateurs à court terme disponibles pour le début de l'année 2005 se caractérisent toujours par une évolution relativement favorable, quoique légèrement en-deçà des résultats de 2004. Ceci est en particulier le cas pour le climat des affaires dans l'industrie. Les chefs d'entreprises ont adopté un comportement relativement prudent au premier trimestre 2005, ce qui reflète vraisemblablement leurs craintes face à l'affaissement de la demande observée au deuxième semestre 2004 dans la zone euro d'une part et à un prix du pétrole qui oscille autour des 50\$/bl d'autre part.

En général, le scénario international tel qu'il prévalait dans les projections macro-économiques des institutions internationales en automne 2004 est toujours de mise. La seule modification importante concerne les hypothèses relatives au prix du pétrole, qui ont été fortement révisées à la hausse. Par contre, les hypothèses pour le commerce international ou le PIB mondial sont dans une large mesure restées inchangées. Les années 2005 et 2006 s'afficheraient certes en décélération par rapport à l'année 2004, mais les projections s'accordent toujours sur une expansion supérieure à la moyenne historique. En 2004, l'économie mondiale avait d'ailleurs connu son expansion la plus importante sur les 20 dernières années.

En revanche, la croissance mondiale élevée n'a pas induit une dynamique conjoncturelle plus favorable dans la zone euro qui demeure toujours en retrait par rapport à d'autres zones économiques. Pour la zone euro, le scénario central de croissance économique a de nouveau été révisé à la baisse par de nombreux observateurs depuis fin 2004. Ainsi l'Eurosystème a récemment revu à la baisse ses projections pour le PIB réel en 2005, passant d'une fourchette comprise entre 1,4% et 2,4% en automne 2004 à une fourchette s'étalant de 1,1% à 1,7% en juin 2005. L'optimisme qui prévalait précédemment a semblé excessif à l'aune d'une fin d'année 2004 moins dynamique qu'anticipé. Ce ralentissement observé à la fin 2004 est cependant jugé temporaire et il est toujours admis que la reprise économique s'affirmera également dans la zone euro. La révision à la baisse pour l'année 2005 est ainsi en grande partie la résultante d'un moindre acquis de croissance fin 2004. Un scénario plus pessimiste est écarté à l'heure actuelle, une reprise économique plus hésitante que prévu initialement constituant actuellement le scénario le plus communément admis.

La faiblesse conjoncturelle dans la zone euro provient avant tout d'une demande domestique atone, et en particulier d'une consommation et d'investissements privés qui évoluent en-deçà de ce que suggéreraient les déterminants traditionnels. Si le ravivement conjoncturel dans la zone euro dépend d'une multitude de facteurs, il apparaît qu'une reprise plus soutenue est avant tout tributaire de la transmission à la demande domestique de l'impulsion importante provenant actuellement du commerce et des exportations. Une fois cette transmission réalisée, le scénario d'une dynamique de croissance soutenue et auto-entretenu deviendra envisageable.

La demande internationale adressée au Luxembourg, qui constitue un facteur-clé pour une économie tournée vers l'extérieur, demeurerait certes sur un sentier d'expansion, mais, depuis automne 2004, elle a été fortement revue à la baisse pour 2005, témoignant surtout de la faible croissance dans la zone euro.

TABLEAU 17 : PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL, RESPECTIVEMENT EN POINTS DE POURCENTAGE)

	2004	2005	2006
Commerce mondial (CE)	10,7 (+0,6 pp)	8,2(+0,1 pp)	7,4 (-0,3 pp)
PIB mondial (CE)	5,0	4,2 (-)	4,1 (-0,1 pp)
PIB zone euro (CE)	2,0	1,6 (-0,4 pp)	2,1 (-0,1 pp)
PIB zone euro (Eurosystème)	1,8	1,1 - 1,7	1,5 - 2,5
Demande internationale adressée au Luxembourg	6,7 (+0,1 pp)	5,1 (-1,7 pp)	6,2 (-0,2 pp)
Prix du pétrole en \$/bl ¹	38,3 (-0,7)	50,6 (+6,2)	50,7 (+9,9)
Taux de change \$/€	1,24 (-)	1,29 (-)	1,29 (-)

¹ Révisions en \$/bl

Source : Banque centrale européenne, Commission européenne

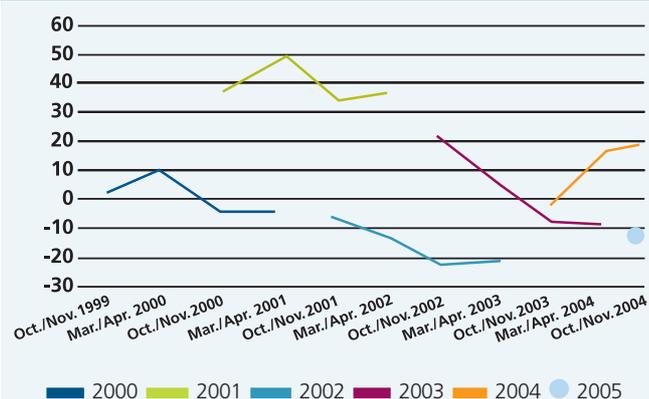
Dans la zone euro, les conditions financières demeurent en général très favorables, avec des taux d'intérêt réels à court terme proches de zéro, voire négatifs, et des taux à long terme historiquement bas. Aux Etats-Unis, le resserrement monétaire s'est en revanche poursuivi et ce durcissement des conditions monétaires s'est opéré sur fond d'un raffermissement conjoncturel et d'une volonté de réduire le biais expansionniste de la politique monétaire.

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, les comptes trimestriels ajustés pour les variations saisonnières témoignent d'une forte croissance du PIB réel au quatrième trimestre 2004. Sur base de cette performance, il est concevable que la croissance trimestrielle ait décéléré au premier trimestre 2005. De même, le comportement attentiste des chefs d'entreprises dans l'industrie ainsi que le faible dynamisme des principales économies de la zone euro, hormis l'Allemagne¹³, ne laissent guère augurer un premier trimestre 2005 très favorable au Luxembourg. Pour le deuxième trimestre, le scénario d'une conjoncture relativement languissante semble également envisageable. Par ailleurs, les hypothèses techniques suggèrent qu'une reprise plus soutenue ne surviendra pas avant le deuxième semestre 2005. La croissance économique devrait être appréciable en 2005 et au-delà, mais dans le court terme, le dynamisme de l'économie sera probablement moins affirmé qu'en 2004.

¹³ La croissance du PIB réel en Allemagne s'est chiffrée à 1% au premier trimestre 2005, une performance en partie influencée par un ajustement statistique relatif aux jours ouvrables.

Pour ce qui est des composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, aussi bien la consommation privée que l'investissement privé non-résidentiel ont connu une évolution relativement mitigée au cours des années récentes. Dans une économie tournée vers l'extérieur, les composantes domestiques ne constituent certes pas l'unique déterminant de la croissance du PIB. Mais elles semblent témoigner d'un comportement relativement prudent des consommateurs et des investisseurs au Luxembourg. Des fondamentaux tels que le revenu salarial réel net d'impôts des ménages et la situation financière des entreprises, sont relativement bien orientés. Ils ne sont donc guère susceptibles de contrarier une hausse de ces deux composantes de la demande intérieure plus soutenue en 2005 qu'au cours des années 2001-2004. Par contre, l'investissement privé non-résidentiel, source d'augmentation des capacités de production de l'économie, sera vraisemblablement moins dynamique en 2005 qu'au cours de l'année précédente. Alors qu'en 2004 l'investissement avait de nouveau progressé après deux années consécutives de baisse, les enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie laissent entrevoir qu'en 2005, les entreprises vont comprimer leurs investissements par rapport à l'année 2004 (voir graphique). Les dépenses publiques, tant en matière de consommation que d'investissement, demeureront fortement orientées à la hausse selon les estimations de la BCL, qui reposent notamment sur le projet de budget 2005. Ceci étant, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste largement tributaire des développements du commerce international. Les exportations devraient profiter d'une demande internationale bien orientée sur l'horizon de projection et demeurerait de la sorte la composante la plus dynamique du PIB.

GRAPHIQUE 33 : ENQUÊTES SEMESTRIELLES D'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE (DÉPENSES À PRIX COURANTS, EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)¹



¹ Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on déduit les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A et telles que recensées en A+1.

Source : Commission européenne

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte d'un scénario international, mais surtout européen, tel qu'évoqué ci-dessus, il est justifié de revoir à la baisse les projections de la croissance économique pour l'année 2005, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,2% à 3,8%. Les projections laissent entrevoir une dynamique intra-annuelle relativement atone, l'acquis de croissance fin 2004 s'élevant déjà à 2,2%. Selon les indicateurs actuels, la demande internationale pourrait en outre connaître une nouvelle accélération en 2006, ce qui laisserait présager une croissance économique de l'ordre de 3,9% en 2006. En somme, l'économie luxembourgeoise a connu une sortie relativement précoce du ralentissement conjoncturel observé lors de la période s'étalant de 2001 au premier semestre 2003. L'expansion demeure encore hésitante et la poursuite de la croissance sur une trajectoire plus élevée semble encore hypothéquée par une conjoncture européenne peu dynamique.

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teintes. En cette matière, il convient en particulier de citer les éléments suivants. Les négociations salariales semblent basées sur un comportement relativement prudent des partenaires sociaux, ce dont témoigne en particulier le récent accord salarial dans le secteur bancaire. Cette modération s'explique notamment par le ralentissement économique récent et par la forte détérioration de la marge de profit des entreprises durant les années 2001 et 2002. Le salaire minimum a par ailleurs été relevé de 2,1% à partir du 1er janvier 2005. Nos projections sont en outre basées sur l'hypothèse que les salaires dans le secteur public ne seront pas ajustés en 2005 et 2006. De plus, la récente hausse des contributions sociales génère une incidence d'environ 0,14 pp sur le coût salarial moyen en 2005 et l'hypothèse de politique fiscale inchangée implique l'absence d'impact supplémentaire en 2006. L'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix, le renchérissement du pétrole, la montée du chômage et la volonté de maîtrise des coûts salariaux dans les pays voisins, plaident de concert pour une hausse plus modérée des salaires réels. Il en résulterait une stabilisation de la marge de profit en 2005 qui devrait légèrement s'améliorer en 2006 sur fond de l'accélération de la croissance économique.

Pour ce qui est de l'inflation, l'accélération des prix en 2005, plus importante qu'on ne l'avait encore estimé en automne 2004, résulte essentiellement de la hausse du prix du pétrole et des rigidités d'ajustement des prix relatifs face à un tel choc externe. Globalement l'IPCN devrait osciller autour d'un taux légèrement supérieur à 2% en 2005. La révision à la hausse des projections d'inflation induit une adaptation plus précoce de la prochaine tranche indiciaire, qui est désormais prévue pour la fin de l'année 2005. Le scénario à la baisse pour 2006 repose entre autres sur l'absence de nouvelles mesures fiscales, sur une inflation importée modérée et un prix du pétrole qui s'afficherait en baisse.

La forte hausse de l'emploi observée au courant de l'année 2004 rend improbable qu'une accélération supplémentaire survienne en 2005. Une conjoncture légèrement moins dynamique ne favorise d'ailleurs guère un tel scénario. Les effets temporaires, imputables entre autres à la progression de l'emploi dans le secteur public sur fond des travaux liés à la présidence de l'Union européenne, s'estomperont également au fil du temps. Par contre, si l'on considère que le caractère temporaire du ralentissement conjoncturel observé au début de l'année 2005 sera temporaire, il n'y a pas non plus lieu d'envisager un scénario plus pessimiste. La création d'emplois dans le secteur public a surtout bénéficié aux résidents luxembourgeois, ce qui du coup a également freiné la montée du chômage. Cependant, malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi, aucun ralentissement des mesures pour l'emploi n'est perceptible. Par conséquent, le taux chômage au sens strict devrait au mieux se stabiliser au niveau élevé actuellement observé. Une étude sur la loi d'Okun confirme d'ailleurs qu'il faudrait une croissance du PIB réel d'au moins 6,5% pour stabiliser le taux de chômage au Luxembourg (voir sous 1.2.6) et ce taux à tendance à monter en cas de blocage des réformes requises.

TABLEAU 18 : PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À AUTOMNE 2004 (EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINTS DE POURCENTAGE)

	Printemps 2005				Révisions		
	2003	2004	2005	2006	2004	2005	2006
PIB réel	2,9	4,5	3,2 - 3,8	3,5 - 4,3	0,4	-0,4	-
IPCH	2,6	3,2	3,5	2,2	-	0,5	0,5
IPCH énergie	1,2	11,8	9,5	0,6	-	5,4	3,2
IPCH excluant l'énergie	2,7	2,5	2,7	2,4	-	-0,2	0,3
IPCN	2,0	2,2	2,2	1,6	-0,1	0,1	-0,3
Echelle mobile des salaires	2,1	2,1	2,3	2,1	-	0,4	-0,2
Rémunération par tête	2,1	2,5	3,1	3,3	-0,5	0,3	-0,3
Emploi salarié	1,9	2,7	2,5	2,4	0,2	0,1	-
Taux de chômage	3,7	4,2	4,5	4,5	-	0,2	0,3

Source : BCL

1.2.10 Les finances publiques

1.2.10.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble

Conformément à la nouvelle procédure budgétaire, le projet de budget de l'Etat central a été déposé à la Chambre des Députés en octobre 2004, pour être adopté en décembre. Le budget 2005 se caractérise par une augmentation des dépenses de près de 8% par rapport au budget définitif de 2004. Les recettes connaîtraient un rythme de croissance pratiquement semblable à celui des dépenses, de sorte que le budget se solderait par un déficit de l'ordre de 0,3% du PIB.

Comme l'indique le tableau 19, le budget définitif de 2004 se caractérisait par un déficit de même ampleur. Cependant, les comptes de l'Etat pour l'exercice budgétaire 2004, qui ont été présentés par le Ministre du Trésor et du Budget le 10 mai 2005, se sont en définitive soldés par un excédent de 71 millions d'euros - du moins avant affectation des surplus à divers fonds spéciaux - à la faveur de recettes plus dynamiques qu'escompté lors de l'établissement du budget 2004. Les recettes estimées au budget étaient il est vrai nettement sous-estimées, comme l'a d'ailleurs souligné la BCL dans son bulletin 2004/4 (page 67).

TABLEAU 19 : APERÇU DU BUDGET 2005 DE L'ÉTAT CENTRAL (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Budget définitif 2004	Budget 2005 voté	Progression en termes nominaux
Recettes	6 392,6	6 902,5	+8,0%
Recettes courantes	6 242,7	6 828,7	+9,4%
Recettes en capital	149,8	73,8	-50,7%
Dépenses	6 476,7	6 991,5	+7,9%
Dépenses courantes	5 809,7	6 285,4	+8,2%
Dépenses en capital	667,0	706,1	+5,9%
Solde	-84,2	-89,0	--
dont solde courant	433,0	543,3	--
dont solde en capital	-517,2	-632,3	--

Source : Lois concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour les exercices 2004 et 2005.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Si l'Etat a en définitive enregistré un excédent au cours de l'exercice 2004, il n'en est pas de même de l'administration centrale appréhendée dans son acception large, qui résulte de la consolidation de l'Etat central au sens strict, des fonds spéciaux et de certains établissements publics. Selon les données publiées par le STATEC dans la note de conjoncture de mai 2005, l'administration centrale au sens large serait en effet déficitaire à raison de 2,4% du PIB. En se focalisant sur le seul Etat central au sens strict, la présentation budgétaire traditionnellement utilisée au Luxembourg offre une vision partielle de la situation budgétaire de l'Etat central au sens large et, a fortiori, de l'ensemble des administrations publiques. Pour rappel, ces dernières regroupent l'Etat central au sens large, les pouvoirs locaux et la sécurité sociale. Les dépenses de l'Etat central au sens strict à l'exclusion des dotations aux fonds spéciaux ont représenté moins de la moitié des dépenses non consolidées totales des administrations publiques en 2004. C'est pour cette raison que les commentaires qui suivent mettent en exergue les agrégats des administrations publiques considérées dans leur globalité, en conformité avec le système comptable standardisé européen SEC 95. Ce sont d'ailleurs ces agrégats qui servent de référence à la mise en œuvre de la surveillance budgétaire multilatérale au niveau européen.

1.2.10.2 Les recettes

Alors qu'il avait enregistré une relative stabilité au cours des années précédentes, le ratio des recettes au PIB s'est replié à raison de près d'1% du PIB en 2004. Cette évolution reflète une atonie plus manifeste encore des impôts directs, dont le produit s'est établi à moins de 14% du PIB en 2004, soit 1,8% de moins que l'année précédente. Ce déclin sans précédent est intégralement imputable à une nette décélération de la perception des soldes de l'impôt commercial communal et de l'impôt sur le revenu des collectivités relatifs aux exercices fiscaux antérieurs. Les cotisations sociales et les autres recettes ont également marqué le pas, dans une moindre mesure cependant. La relative faiblesse des cotisations reflète une décélération de la croissance de la base taxable - soit la masse salariale pour l'essentiel - par rapport au PIB. Le recul du ratio des "autres recettes" à raison de 0,2% du PIB résulte quant à lui de la diminution des revenus d'intérêt dans un contexte caractérisé par la conjonction de taux d'intérêt historiquement bas et par un fléchissement des actifs totaux des administrations publiques par rapport au PIB.

TABLEAU 20 : RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données STATEC mars 2005						Projections BCL printemps 2005		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Impôts directs	15,7	15,4	15,5	16,0	15,7	13,9	14,0	14,1	14,0
Impôts indirects	14,2	14,6	14,0	13,7	13,8	15,2	15,4	15,2	15,0
Cotisations sociales	11,4	11,2	12,0	12,2	12,4	12,2	12,3	12,3	12,2
Autres recettes	4,2	4,1	4,2	4,3	3,9	3,7	3,7	3,6	3,6
Recettes totales	45,5	45,3	45,7	46,2	45,8	45,0	45,4	45,2	44,8
Croissance nominale des recettes totales (%)	9,3	12,9	4,5	4,8	4,0	5,3	6,3	5,6	5,2
Pour mémoire : recettes programme de stabilité					45,6	43,4	44,6	44,6	44,7

Source : IGF, IGSS, STATEC, UCM, sixième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2003-2007, calculs BCL.

Note : Les ratios de recettes issus de l'actualisation du programme de stabilité diffèrent quelque peu des autres ratios. Ces divergences résultent du fait que les données STATEC telles qu'elles sont reprises ci-dessus de même que les projections de la BCL incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne. Par ailleurs, les dates de diffusion des statistiques ne sont pas identiques.

Ces évolutions négatives ont été contrebalancées par une sensible progression des impôts indirects. Le montant de ces impôts s'est en effet établi à quelque 15,2% du PIB en 2004, soit le niveau le plus élevé depuis l'établissement par le STATEC des comptes SEC 95 des administrations publiques. Ce sursaut s'explique par l'effet conjugué de cinq facteurs favorables. En premier lieu, la hausse des prix du pétrole a mécaniquement conforté les recettes de TVA perçues sur les ventes de produits énergétiques. En second lieu, le sensible alourdissement de la taxation des dérivés du tabac en France a induit une hausse de la consommation de produits similaires vendus au Luxembourg, avec à la clef des revenus d'accises additionnels. En troisième lieu, les recettes de TVA se sont nettement accrues à la faveur de l'installation au Luxembourg de firmes actives dans le domaine du commerce électronique. En quatrième lieu, les autorités ont rehaussé à concurrence de 0,3% du PIB la taxation de dérivés du tabac et de certains produits énergétiques. Enfin, la progression des cours boursiers enregistrée dans le courant de 2004 a stimulé le rendement de la taxe d'abonnement sur la valeur d'inventaire des fonds d'investissement.

Tant le ratio de recettes que ses diverses composantes devraient manifester une assez grande stabilité de 2005 à 2007. Rappelons que l'ensemble de nos projections de finances publiques sont faites "à politique inchangée", c'est-à-dire que seules sont prises en compte les mesures connues avec un degré de détail suffisant, qui ont été approuvées ou sont susceptibles de l'être. Le ratio afficherait une certaine progression en 2005 sous l'effet de nouvelles mesures discrétionnaires, à savoir le rehaussement des cotisations sociales pour les soins de santé en nature, l'augmentation de la TVA sur l'essence et l'imposition accrue du diesel.

Cependant, le ratio s'inscrirait à nouveau à la baisse en 2006 et en 2007. La base d'imposition des impôts indirects manifesterait en effet un moindre dynamisme que le PIB. De surcroît, les revenus du patrimoine continueraient à s'étioler en raison principalement du fléchissement des actifs totaux des administrations publiques. Les impôts directs demeureraient quant à eux riveés au niveau d'étiage de 14% du PIB. La non-indexation des barèmes de l'impôt sur les traitements et les salaires contribuerait à accroître les recettes à raison d'environ 0,1% du PIB sur l'horizon 2005-2007. L'instauration d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt des particuliers non-résidents, qui devrait en principe devenir opérationnel le premier juillet 2005, exercerait un impact plus favorable encore. Cependant, ces deux facteurs de progression des impôts directs seraient peu ou prou compensés par une nouvelle décélération de la perception de l'impôt commercial communal et de l'impôt sur le revenu des collectivités.

Sur la période 2003 à 2007 considérée dans son ensemble, le ratio de recettes calculé par le STATEC (ou projeté par la BCL) et le ratio correspondant figurant dans la sixième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg évolueraient de concert. Le ratio relatif à 2004 constitue certes une exception à cet égard, ce qui reflète l'utilisation, dans l'actualisation précitée, du budget 2004 comme base d'évaluation. Le ratio relatif à 2005 tel qu'il est repris dans la même actualisation n'est nullement entaché du même biais, car il a été inféré sur la base de données issues du budget 2005, qui sont forcément plus récentes.

Hypothèses de base des projections de finances publiques de printemps 2005

Les projections de finances publiques sont pleinement compatibles avec les autres projections macro-économiques de la BCL, qui sont également décrites dans le présent rapport. Ces dernières se caractérisent notamment par un taux de croissance du PIB de 3,2-3,8% en 2005 et légèrement inférieur à 4% par an les deux années suivantes. Les projections relatives à l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), à l'impôt commercial communal et à l'impôt de solidarité de 4% sur l'IRC ont été effectuées sur la base de l'évolution de l'excédent brut d'exploitation et des provisions pour impôts des établissements de crédit. Il est extrêmement difficile d'appréhender le produit futur de ces impôts, en raison de l'imprévisibilité des soldes d'impôt relatifs aux exercices fiscaux antérieurs. Selon les projections de la BCL, les impôts directs à charge des sociétés s'établiraient à 5,8% du PIB en 2007, soit un niveau quelque peu en retrait du montant de 6,1% du PIB observé en 2004 en raison d'un affaïssement progressif de la collecte des soldes d'impôt relatifs aux exercices fiscaux antérieurs.

Les impôts directs à charge des ménages estimés à partir de 2005 comprennent l'incidence estimée de la directive européenne sur la fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêt (2003/48/CE) et de la loi luxembourgeoise afférente, cette dernière ayant été adoptée par la Chambre des Députés le 12 avril 2005. Ces dispositions législatives devraient en principe entrer en vigueur le 1er juillet 2005. L'incertitude qui entoure l'estimation des retombées budgétaires de l'instauration d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt des particuliers non-résidents est considérable. L'ampleur de ces retombées dépend en effet étroitement du comportement d'allocation de portefeuille des investisseurs, qui pourrait être influencé par des considérations de nature subjective, ainsi que de la façon dont les établissements financiers mettront les nouvelles dispositions en oeuvre.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le produit des autres impôts a généralement été inféré à partir d'un indicateur reflétant l'évolution de la base imposable et sur la base du coefficient d'élasticité correspondant. Ainsi, l'indicateur relatif aux cotisations sociales et à l'impôt sur les traitements et salaires est la masse salariale. Le produit des cotisations estimé pour 2005 a bien entendu été rehaussé de l'impact de la hausse de 5,1 à 5,4% des cotisations pour prestations de santé en nature, qui a été quelque peu contrebalancée par la diminution des cotisations relatives à l'assurance accidents. Les impôts indirects sont quant à eux estimés sur la base de l'évolution projetée de la consommation privée et du montant additionnel généré par les activités des prestataires de services électroniques. Les projections incorporent également l'incidence budgétaire des mesures de relèvement de la fiscalité indirecte intégrées au budget 2005. Ces dernières mesures devraient induire environ 60 millions d'euros de recettes additionnelles. Enfin, l'estimation des recettes perçues au titre des impôts indirects a été réajustée à la hausse, afin de prendre en compte l'incidence du renchérissement des dérivés du pétrole.

Les dépenses de pension et les prestations familiales sont estimées au moyen d'un modèle démographique, tandis que les dépenses de santé sont projetées sur la base de données de l'UCM, notamment le budget 2005 des caisses de maladie et les tableaux de bord périodiques. L'estimation de la rémunération des agents de l'Etat intègre le mécanisme d'indexation et une dérive salariale de 1,5% par an. Par hypothèse, la progression du traitement des agents de l'Etat résultant des prochains accords salariaux ne dépasserait pas 0,3% par an de 2005 à 2007. Enfin, le nombre d'agents s'accroîtrait de 2% en 2005 et en 2007 et d'un peu plus d'1% en 2006, cette dernière décélération résultant de la fin de la présidence luxembourgeoise de l'UE à partir de juillet 2005. La croissance des investissements publics a été estimée sur la base du projet de budget 2005, du programme pluriannuel des dépenses en capital 2004-2008 et de l'évolution des dépenses d'investissement des communes observée depuis 1990. L'impact sur les investissements d'une décision d'Eurostat datant de février 2004, qui se rapporte aux partenariats public-privé, a également été pris en compte. Par hypothèse, cette décision rehaussera le niveau estimé des dépenses à raison de 0,5% du PIB en 2005, 2006 et 2007. Il a également été supposé que les dépenses des fonds spéciaux relatives à 2005 seront en moyenne exécutées à raison d'environ 90% des montants prévus à l'annexe du projet de budget 2005. Par ailleurs, le montant des transferts en capital, qui ont par le passé fait montre d'une grande instabilité, est traditionnellement surestimé au printemps. Afin de pallier ce biais, il a été supposé que ces transferts passeront de 2,0% du PIB en 2004 à 1,8% l'année suivante, avant de revenir à 1,7% du PIB en 2006 et en 2007. Enfin, les autres dépenses ont pour la plupart été estimées sur la base du projet de budget 2005 et d'une observation de leur comportement historique.

1.2.10.3 Les dépenses

TABLEAU 21 : DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données STATEC mars 2005						Projections BCL printemps 2005		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Transferts sociaux	20,1	18,8	20,1	21,4	22,4	22,5	22,7	22,7	22,7
Investissements publics	4,6	4,0	4,4	5,1	4,9	5,0	5,5	5,6	5,6
Dépenses de consommation ¹	11,4	10,8	11,4	11,9	12,2	12,2	12,4	12,3	12,2
Subsides ²	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Autres dépenses	4,4	3,8	1,9	3,8	4,0	4,6	4,3	4,3	4,2
Dépenses totales	42,1	39,1	39,5	44,0	45,3	46,1	46,8	46,8	46,6
Croissance nominale des dépenses totales (%)	8,7	5,4	9,8	9,8	8,3	9,0	7,0	6,1	5,7
Pour mémoire :									
dépenses programme de stabilité					44,9	44,8	45,6	45,5	45,7

¹ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

² A l'exclusion des transferts en capital. Les ratios de dépenses issus de l'actualisation du programme de stabilité diffèrent quelque peu des autres ratios. Ces divergences résultent du fait que les données STATEC telles qu'elles sont reprises ci-dessus de même que les projections de la BCL incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne. Par ailleurs, les dates de diffusion ne sont pas identiques. 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.

Source : IGF, IGSS, STATEC, UCM, sixième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2003-2007, calculs BCL.

Le ratio des dépenses au PIB a continué à progresser en 2004, pour s'établir à plus de 46% du PIB en dépit d'une forte progression du PIB nominal. Les investissements publics sont demeurés à un niveau élevé, malgré l'incidence négative d'une vente de biens immobiliers, dont le montant s'est élevé à plus de 0,2% du PIB. L'impact de la vente a en effet été plus que compensé par l'incidence d'une révision méthodologique mise en œuvre dans la foulée d'une décision adoptée par Eurostat en février 2004, relative au traitement statistique des partenariats public-privé. Conformément à cette décision, les investissements effectués par des promoteurs immobiliers privés sous l'égide du fonds de garantie ont été assimilés aux investissements publics. Il en a résulté une réévaluation à la hausse de ces derniers, à concurrence de 0,6% du PIB en 2004.¹⁴

Toutes les catégories de dépenses reprises au tableau ont évolué en phase avec le PIB en 2004, à l'exception des "autres dépenses", qui ont nettement progressé sous l'influence de la composante "transferts en capital". Ces derniers se sont en effet élevés à 2% du PIB, alors qu'ils se limitaient à 1,5% du PIB en 2003. Le montant des transferts en capital est cependant traditionnellement surestimé dans les comptes de printemps, en raison d'informations toujours parcellaires sur le taux d'exécution de ces dépenses.

1.2.10.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

Afin de pallier ce biais, les projections 2005-2007 de la BCL reposent sur le postulat d'une diminution progressive du ratio des transferts en capital au PIB.

En dépit de cette hypothèse et de l'effet de dilution induit par une croissance économique soutenue, le ratio des dépenses demeurerait supérieur à 46% du PIB tout au long de l'horizon de projection. Les investissements publics demeureraient en effet élevés, en raison notamment de l'absence postulée de nouvelles ventes de biens immobiliers. Les transferts sociaux culmineraient à près de 23% du PIB, car l'impact des mesures de restriction adoptées dans le secteur des soins de santé serait plus que compensé par l'indexation des pensions aux salaires réels, en 2005 et en 2007. Enfin, le budget 2005 de l'Etat central devrait contribuer à exacerber la progression des dépenses.

Le ratio de dépenses projeté par la BCL pour l'année 2007 atteindrait 46,6% du PIB, soit davantage que l'estimation correspondante issue de la sixième actualisation du programme de stabilité. Une partie de cet écart, soit environ 0,2% du PIB, est cependant imputable à des différences méthodologiques.

TABLEAU 22 : SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)									
Données STATEC mars 2005							Projections BCL		
Ensemble des administrations publiques	3,4	6,2	6,2	2,3	0,5	-1,1	-1,4	-1,6	-1,8
dont Etat central	1,7	3,1	3,1	-0,2	-1,4	-2,4	-3,0	-3,2	-3,3
dont communes	0,2	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
dont sécurité sociale	1,5	2,6	2,9	2,4	1,9	1,4	1,7	1,7	1,6
Programme de stabilité					0,8	-1,4	-1,0	-0,9	-1,0
Soldes des administrations publiques après des évolutions cycliques									
Estimation du printemps 2005 de la BCL ¹	3,4	5,2	5,2	1,7	0,6	-0,8	-1,0	-1,4	-1,7
Estimation Programme de stabilité	--	--	--	--	0,8	-1,4	-0,9	-0,5	-0,6

Notes : ¹ Les soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

Source : STATEC, sixième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2003-2007, calculs BCL

¹⁴ L'impact sur les dépenses publiques totales a été légèrement moins important, du fait de la déduction de l'amortissement des emprunts contractés par les promoteurs privés.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Les administrations publiques ont sans discontinuer dégagé des excédents budgétaires de 1993 à 2003, ces derniers ayant même culminé à plus de 6% du PIB en 2000 et 2001. La survenance d'un déficit significatif en 2004 (1,1% du PIB) constitue une inflexion majeure à cet égard. La détérioration des finances publiques observée en 2004 s'explique par un taux de croissance des recettes (+5,3%) nettement en retrait de la sensible progression des dépenses (+9%). Comme l'indique le tableau ci-joint, tous les sous-secteurs des administrations publiques ont alimenté, à des degrés divers, cette détérioration. Ainsi, l'Etat central aurait selon la comptabilité nationale accusé un besoin de financement égal à quelque 2,4% du PIB, l'essentiel de ce montant étant imputable à la divergence croissante entre les ressources et les dépenses des fonds spéciaux. Si les pouvoirs locaux ont enregistré un déficit en 2004, du fait du fléchissement du produit de l'impôt commercial communal, cette dégradation a en définitive été assez circonscrite, en raison d'une diminution des investissements communaux. Enfin, les traditionnels excédents de la sécurité sociale auraient décliné pour la troisième année consécutive, du fait notamment d'un accroissement très soutenu des dépenses de l'assurance maladie-maternité et à cause de cotisations sociales moins dynamiques que le PIB.

Les projections de printemps de la BCL laissent augurer une nouvelle détérioration budgétaire au cours de la période 2005 à 2007. En 2005, le caractère globalement expansionniste du budget 2005 et des investissements élevés donneraient lieu à une nouvelle augmentation du besoin de financement de l'Etat central, dont le montant atteindrait 3,0% du PIB. L'accroissement de l'excédent de la sécurité sociale, dans le sillage de la mise en œuvre des mesures restreignant la croissance des dépenses de santé et à la faveur de la hausse des cotisations de santé en nature, contrebalancerait partiellement l'impact du déficit accru de l'Etat central. En définitive, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques passerait de 1,1% du PIB en 2004 à 1,4% en 2005. En dépit d'une situation conjoncturelle assez porteuse, il accuserait une nouvelle dégradation tant en 2006 qu'en 2007. Le besoin de financement se monterait à 1,8% du PIB en 2007, demeurant de la sorte inférieur à la valeur de référence de 3% du PIB.

A l'instar du solde effectif, le solde apuré des mouvements cycliques tendrait à se détériorer de 2004 à 2007 selon les estimations de la BCL, d'autant que la composante cyclique du déficit tendrait à s'étioler sous l'effet de l'amélioration de la situation conjoncturelle. Les auteurs de la sixième actualisation du programme de stabilité conviennent également de la survenance de significatifs déficits apurés de 2004 à 2007¹⁵.

¹⁵ Le profil d'évolution différent s'explique par la sous-estimation des recettes relatives à l'année 2004 dans l'actualisation du programme de stabilité (voir le point 1.2.10.2 ci-dessus).

GRAPHIQUE 34 : PROBABILITÉ D'UNE VIOLATION DE LA VALEUR DE RÉFÉRENCE DE 3% AU COURS D'UNE LÉGISLATURE EN FONCTION DE L'OBJECTIF BUDGÉTAIRE À MOYEN TERME (OMT) RETENU (EN POURCENTAGES)



Note : Calculs basés sur les écarts de production inférés sur la période 1970-2004, tels qu'ils sont calculés par la BCL au moyen de la méthode d'Hodrick-Prescott. Pour chaque année de la période d'observation, un solde budgétaire conditionnel est dégagé en fonction de l'objectif à moyen terme retenu, de l'écart de production et de la semi-élasticité du solde budgétaire au PIB (soit 0,33). La composante "erratique" du solde budgétaire telle qu'elle a été dégagée pour le Luxembourg par la Commission européenne dans "Public Finances in EMU 2000", soit 0,6% du PIB en moyenne, est ajoutée au solde effectif conditionnel calculé de la sorte. Le nombre de période successives de 5 ans renfermant un solde effectif conditionnel supérieur à 3% est ensuite calculé. La probabilité reprise au graphique est égale à ce nombre divisé par 35, soit la longueur de la période d'observation. Cette méthode est compatible avec la méthode de calcul des soldes apurés appliquée par la BCL. Ses résultats dépendent du profil d'évolution des écarts de production observés dans le passé.

Source : STATEC

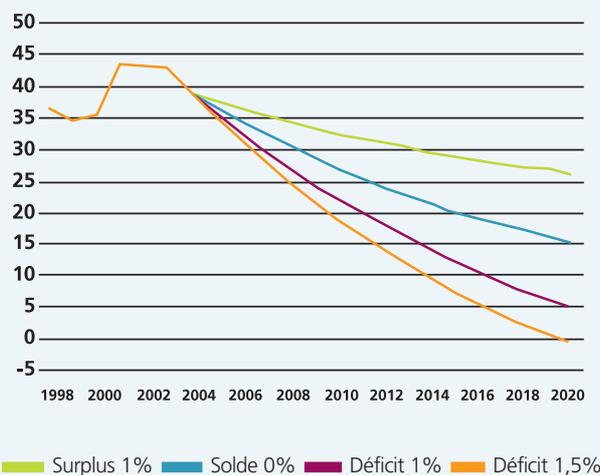
Comme l'indique le graphique repris ci-dessus, un déficit apuré de l'ordre d'1% du PIB ne permettrait pourtant nullement d'assurer un respect durable de la valeur de référence de 3% du PIB du Traité établissant la Communauté européenne. La probabilité qu'un tel objectif budgétaire à moyen terme donne lieu à un déficit effectif supérieur à 3% du PIB pendant au moins une année sur un horizon de 5 ans dépasserait en effet le seuil des 50%, du fait de la volatilité des inflexions macro-économiques et de l'existence d'autres composantes erratiques du solde effectif, par exemple une diminution de la base taxable par rapport au PIB ou encore une diminution de l'élasticité des impôts aux indicateurs d'activité.

Un objectif budgétaire à moyen terme correspondant au déficit apuré estimé par la BCL pour l'année 2007, soit environ 1,5%, se traduirait par une probabilité plus élevée encore, égale à près de 60%. Il apparaît d'ailleurs que seul un solde apuré en équilibre ou en excédent soit réellement compatible avec le respect de la valeur de référence précitée. Ces résultats indiquent qu'il serait dans l'intérêt du Luxembourg de définir un objectif budgétaire à moyen terme qui soit plus ambitieux que la limite de -1% du PIB reprise dans le récent accord relatif à la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance (voir l'encadré).

L'examen de l'évolution du patrimoine financier net des administrations publiques luxembourgeoises met également en relief la nécessité de définir des objectifs budgétaires à moyen terme relativement exigeants. Comme l'indique le graphique repris ci-joint, seul l'objectif à moyen terme d'un solde équilibré, voire même excédentaire, donnerait lieu à un niveau toujours appréciable d'actifs financiers nets vers 2020. Dans tous les autres cas de figure, ces derniers tendraient à disparaître, ce qui altérerait la capacité de l'économie luxembourgeoise à amortir des chocs externes.

Des objectifs de soldes budgétaires à moyen terme suffisamment ambitieux s'imposent d'autant plus que la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est nullement assurée, du fait notamment de la prévisible montée en puissance des prestations de pension en faveur des travailleurs frontaliers et de la forte hausse tendancielle des dépenses de santé. Par ailleurs, il importe de ménager des marges de manœuvre budgétaires permettant à l'Etat de faire face à divers besoins en matière de logement, de transport, d'éducation supérieure et de recherche ou encore dans le domaine de l'aide au développement. Enfin, les recettes d'impôts indirects sont actuellement élevées du fait de la conjonction de plusieurs facteurs favorables. Cet état de fait pourrait ne pas perdurer à terme, par exemple en cas de modification du traitement fiscal des transactions de commerce électronique.

GRAPHIQUE 35 : ÉVOLUTION DES AVOIRS FINANCIERS NETS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES EN FONCTION DE DIVERS OBJECTIFS BUDGÉTAIRES À MOYEN TERME (ETAT CENTRAL, COMMUNES ET SÉCURITÉ SOCIALE)(EN POURCENTAGES DU PIB)



Note : Les avoirs financiers nets (AFN) sont égaux aux actifs totaux des administrations publiques, y compris le portefeuille de participations évalué à sa valeur d'acquisition. Ces avoirs sont ensuite diminués de la dette brute non-consolidée. De 1998 à 2004, les avoirs des communes ont été estimés sur la base de l'évolution de leurs revenus d'intérêts. Les participations de l'Etat sont quant à elles estimées à leur valeur d'acquisition. A partir de 2005, les AFN sont calculés sur la base des soldes budgétaires à moyen terme. L'incidence sur les AFN des variations des cours de change ou du prix des actifs financiers est supposée nulle tout au long de l'horizon d'observation. Par hypothèse, le PIB nominal s'accroît de 6% par an de 2008 à 2020 et l'écart de production est nul sur la même période.

Source : STATEC, Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés, rapports d'activité du Ministère des Finances, 6^{ème} actualisation du programme de stabilité, Trésorerie de l'Etat, IGSS, UCM, calculs BCL.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance

Sous la présidence luxembourgeoise, le Conseil ECOFIN est parvenu, le 20 mars 2005, à un accord sur la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). Pour rappel, le PSC régit la surveillance multilatérale des politiques budgétaires au sein de l'Union européenne. Il comprend un volet préventif, dont les programmes de stabilité et de convergence constituent la pierre angulaire, et un volet correctif, qui repose essentiellement sur la procédure concernant les déficits excessifs (EDP). La Commission européenne a récemment diffusé des propositions de règlements visant à amender le volet préventif (règlement n° 1466/97) et le volet correctif (règlement n°1467/97).

Les principaux aspects de la réforme sont les suivants :

Volet préventif :

Différenciation des objectifs de soldes budgétaires à moyen terme (OMT) en fonction des caractéristiques des économies nationales. Définis en moyennes de cycles, les OMT visent à permettre de faire face notamment aux aléas conjoncturels, tout en assurant le respect de la valeur de référence de 3% de déficits. En vertu de la réforme, les OMT seront désormais recalculés régulièrement, en principe tous les 4 ans. Cette redéfinition s'effectuera en fonction de la croissance potentielle de chaque pays et du niveau d'endettement. L'OMT sera de ce fait moins contraignant pour des pays à endettement faible et à croissance élevée tels que le Luxembourg. Le solde à moyen terme ne pourra cependant être inférieur à -1% du PIB. A terme, le calcul des OMT intégrera des aspects de soutenabilité à terme.

* Le solde apuré de la conjoncture et de l'incidence de mesures temporaires devra s'améliorer à raison de 0,5% du PIB par an tant que l'OMT ne sera pas atteint, 0,5% constituant un "benchmark". L'ajustement sera cependant plus important en période de haute conjoncture, c'est-à-dire lorsque le PIB est supérieur à son niveau potentiel. Le calcul des écarts de production revêt une importance particulière dans ce contexte.

* Prise en compte des réformes structurelles lors de la définition du cheminement vers les OMT. En dépit de leur coût à court terme, ces réformes sont susceptibles d'induire des retombées favorables à moyen terme, à savoir des économies budgétaires ou un taux de croissance potentiel plus élevé. Les Etats membres devront établir l'existence de ces retombées sur la base d'analyses coût-bénéfice des réformes.

Volet correctif :

* Les délais pour la correction des déficits excessifs seraient allongés, pourvu que des "circonstances spéciales" puissent être invoquées. Les délais pourraient par ailleurs être modifiés pendant le déroulement de la procédure en cas de détérioration imprévue de la situation économique.

* Avant même la discussion relative à la réforme, la valeur de référence de 3% pouvait être dépassée dans certains cas. La réforme élargit les possibilités de dépassement. En premier lieu, un Etat membre pourrait excéder la valeur de référence en invoquant les "facteurs pertinents", à condition que le dépassement de la valeur de référence induit par ces facteurs soit temporaire et que le déficit demeure proche de 3% du PIB. Les "facteurs pertinents" ne constituent pas une innovation, puisqu'ils sont mentionnés à l'article 104, paragraphe 3 du traité établissant la Communauté européenne. Le principal apport de l'accord est une définition assez large de ces facteurs. En second lieu, les "circonstances exceptionnelles", qui permettent d'excéder la valeur de référence en cas de ralentissement économique, sont définies de façon nettement moins stricte que précédemment. Elles ne pouvaient jusqu'à présent être invoquées qu'en cas de croissance du PIB inférieure à -2%, ou à -0,75% dans certaines circonstances. Il suffira désormais d'une croissance négative, ou encore d'une progression du PIB durablement inférieure à la croissance potentielle. En troisième lieu, un écart par rapport à 3% de déficit pourrait être admis s'il reflète la mise en œuvre d'une réforme du système de pension. Les coûts de transition vers un système davantage basé sur la capitalisation seraient pris en compte selon une formule dégressive.

* Une plus grande attention (examen qualitatif) sera accordée à l'évolution de la dette publique. Pour rappel, la dette brute consolidée ne devrait en principe pas excéder la valeur de référence de 60% du PIB.

En parallèle, le Conseil a formulé un certain nombre de suggestions, qui visent à promouvoir la "peer review" et la "peer pressure" et à améliorer la qualité des statistiques de finances publiques. La Commission a d'ailleurs proposé à cette fin divers amendements au règlement n°3605/93.

Comme l'a indiqué le communiqué du Conseil des gouverneurs diffusé le 21 mars, certains aspects de la réforme du PSC paraissent assez préoccupants. Ainsi, la nouvelle procédure EDP devient extrêmement complexe, et elle multiplie les possibilités d'échappatoires pour les Etats membres présentant un déficit excessif. En outre, la mise en œuvre de la nouvelle définition des OMT pourrait s'avérer très ardue, en particulier lorsque des indicateurs de soutenabilité à terme devront être pris en compte. En outre, les nouveaux OMT ne garantiraient pas suffisamment le respect de la valeur de référence dans des économies à croissance élevée et à endettement faible. Enfin, il est particulièrement difficile de cerner l'impact à moyen terme des réformes structurelles.

Au-delà du constat de ces carences, l'impact du nouvel accord sur la situation budgétaire dépendra intimement des modalités présidant à sa mise en œuvre. Ce constat est particulièrement pertinent en ce qui concerne la prise en compte des réformes structurelles. Cette dernière s'apparente a priori à l'ouverture de la boîte de Pandore, tant l'identification des retombées favorables de réformes de ce type est ardue. Cependant, cette "indétermination" peut être grandement atténuée si les modalités d'application des analyses coût-bénéfice sont précisées au niveau européen. De surcroît, les cadres d'analyse détaillés devraient être publiés et confrontés aux méthodologies adoptées dans d'autres Etats membres. Il importe également de lutter contre certaines pratiques, qui consisteraient à assimiler abusivement des mesures dispendieuses à des mesures structurelles, sur la base d'engagements à moyen terme assez diffus (par exemple et à titre illustratif, une augmentation à court terme des pensions en échange d'une hypothétique suspension de l'indexation des pensions sur un horizon de moyen terme).

Le même raisonnement peut s'appliquer mutatis mutandis à la définition des OMT. Ces objectifs seront désormais régulièrement définis au niveau européen (sur la base cependant de diverses données nationales), en fonction de formules empreintes d'une certaine objectivité. L'objectivité de la nouvelle définition des OMT serait encore renforcée si les données nécessaires à leur calcul étaient collectées de façon homogène dans les divers Etats membres, après avoir été définies de façon précise au niveau européen. Il est également essentiel que les méthodologies employées et les modèles utilisés - par exemple les modèles démographiques servant de base au calcul des indicateurs de soutenabilité - fassent l'objet d'une publication par chaque Etat membre, voire même d'un examen par des groupes d'experts.

La façon dont les OMT seront appréhendés au niveau national sera également décisive. Il est essentiel que ces derniers soient assimilés à un point de départ, qui ne dispense nullement les autorités nationales de l'adoption d'objectifs plus ambitieux. Le Luxembourg constitue une bonne illustration de ce point de vue. Dans l'état actuel des choses, l'OMT serait un déficit puré de la conjoncture égal à 1% du PIB. Comme l'indique la partie du rapport relative aux capacités ou besoins de financement, un tel objectif donnerait lieu à une dégradation continue de la situation patrimoniale des administrations publiques luxembourgeoises. Il serait de surcroît peu compatible avec le respect de la valeur de référence de 3% - qui n'a pas été remise en cause dans le nouvel accord - du fait notamment d'une volatilité cyclique plus prononcée au Luxembourg que dans d'autres Etats membres. La prise en compte de ces deux spécificités nationales devrait inciter les autorités luxembourgeoises à proposer dans leurs actualisations successives du programme de stabilité des objectifs plus ambitieux que l'OMT qui serait calculé par la Commission après la mise en œuvre de la réforme du PSC.

Une application stricte de la nouvelle mouture de la procédure EDP est également primordiale. Ainsi, les "autres facteurs pertinents" ne devraient nullement être pris en compte lorsque le dépassement du déficit budgétaire par rapport à la valeur de référence excède 0,5%, voire même 0,4% du PIB. Toute autre interprétation serait en dissonance par rapport à l'exigence de soldes "proches de la valeur de référence", qui a été mise en exergue dans l'accord. Plus généralement, la façon dont la Commission prendra en compte les "autres facteurs pertinents" dans les rapports élaborés dans le cadre de l'article 104 paragraphe 3 revêt une importance considérable.

Enfin, le nouvel accord s'est accompagné de la mise en œuvre d'une stratégie visant à améliorer la qualité des statistiques de finances publiques, qui comporte notamment un renforcement des pouvoirs d'audit d'Eurostat. Une telle prise de conscience est extrêmement louable, car des données fiables constituent l'indispensable préliminaire à la mise en œuvre d'une surveillance multilatérale efficace.

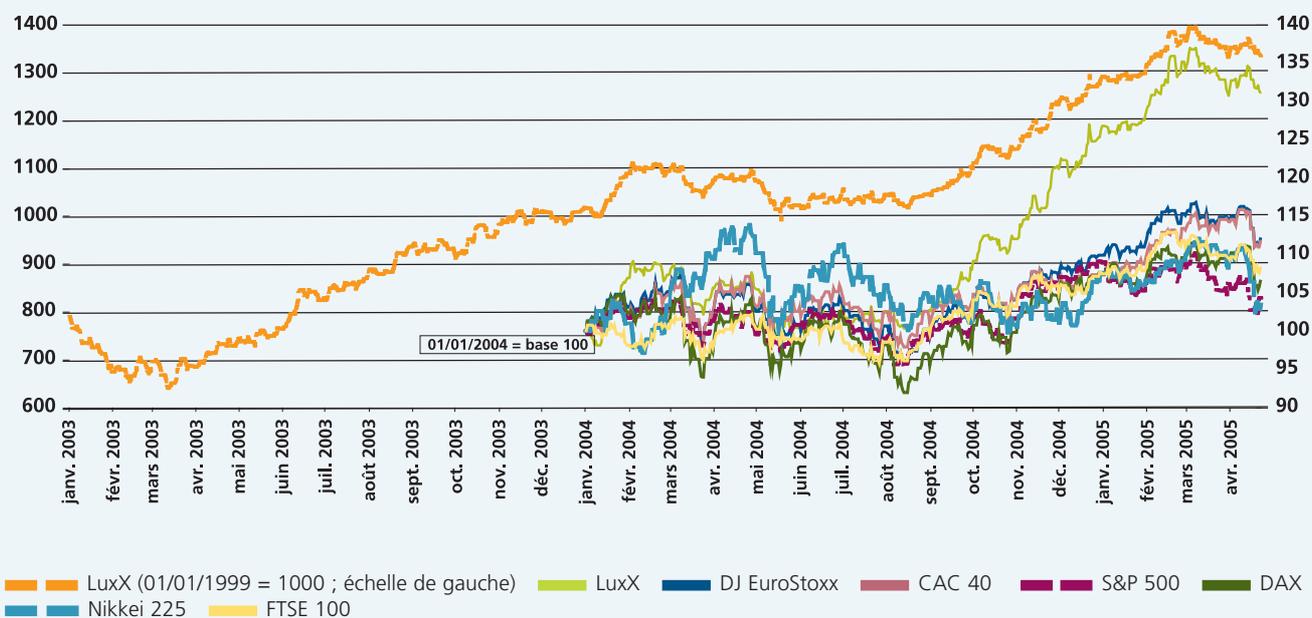
1.2.11 L'activité boursière au Luxembourg

En 2004, l'indice LuxX a continué la reprise qui s'était amorcée au début de l'année précédente. L'avancement du LuxX a généralement suivi le mouvement des principaux marchés boursiers étrangers tout au long des neuf premiers mois de l'année écoulée ; cependant, l'indice luxembourgeois s'est décollé des principaux indices boursiers en mi-septembre, ce qui lui a permis d'enregistrer une des meilleures performances par rapport aux autres indices.

Ainsi, le LuxX a progressé de 26,83% entre fin 2003 et fin 2004, clôturant l'année à 1 292,22 points ; en guise de comparaison, lors de la même période le Dow Jones EuroStoxx et le S&P 500 n'ont augmenté que de respectivement 9,96% et 8,99%. La performance exceptionnelle du LuxX est donc surtout attribuable à sa forte progression au cours du deuxième semestre de l'année écoulée.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 36 : L'ÉVOLUTION DU LUXX ET DES INDICES BOURSIERS ÉTRANGERS
(INDICE : 01/01/2004 = 100 SAUF INDICATION CONTRAIRE ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

La performance exceptionnelle de l'indice boursier luxembourgeois a continué en 2005 : alors que les premiers mois de l'année en cours continuaient sur la lancée haussière de 2004, l'indice luxembourgeois marque le pas, voire baisse depuis le mois de mars.

Quant aux performances individuelles de ses principales composantes, ce sont surtout les actions d'Arcelor (dont la pondération est de 22,5%)¹⁶ qui ont enregistré une forte hausse avec une croissance remarquable de 26,76% entre fin 2003 et fin 2004. Cependant, les autres composantes majeures ont également fortement progressé. SES Global et RTL Group (avec des poids respectifs de 20% et 17,5%) ont augmenté de respectivement 19,38% et 17,3%. En outre, les actions ordinaires ainsi que les actions privilégiées de la Kredietbank augmentaient remarquablement en 2004 ; ces développements étaient liés à la fusion juridique entre KBC et son holding de contrôle Almanij. Par rapport à décembre 2003, les actions ordinaires (KBL ord, 15% du LuxX) et privilégiées (KBL priv, 5% de l'indice luxembourgeois) de la Kredietbank étaient en hausse de 29,44% et 37,74%, respectivement, en date du 31 décembre 2004.

¹⁶ Les poids cités datent du 31 décembre 2004.

S'agissant du volume des échanges, ce dernier a augmenté de 50,80% au total en 2004, dépassant ainsi largement un milliard d'euros. Cette forte progression est principalement attribuable au volume d'échange sur obligations qui s'est accru de 55,73%, se rapprochant ainsi de 600 millions d'euros. Concernant les actions, les OPCs et les warrants, des hausses respectives de 38,94%, 48,21% et 76,06% ont été enregistrées. Pourtant, en ce qui concerne la segmentation du volume des échanges, il n'y a guère eu de changements par rapport à l'année précédente.

TABLEAU 23 : SEGMENTATION DU VOLUME DES ÉCHANGES

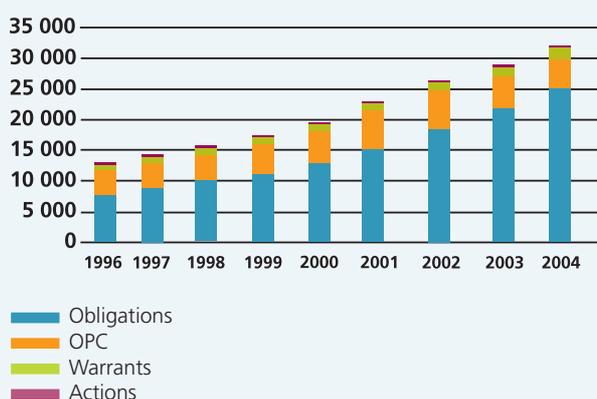
	2002	2003	2004
Obligations	70,03%	47,89%	49,45%
Actions	16,70%	29,44%	27,13%
OPC	13,24%	16,49%	16,20%
Warrants	0,02%	6,18%	7,22%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Source : Bourse de Luxembourg

Pour ce qui est du nombre de valeurs cotées, 9 143 nouvelles admissions ont été comptées comparé à 5 222 retraits au cours de l'année sous revue. Au total, la cote de la Bourse de Luxembourg comptait donc 33 022 valeurs en date du 31 décembre 2004, soit une progression de 13,47% par rapport au 31 décembre 2003.

Cette progression était marquée par une forte croissance de la cotation d'obligations (+14,13%) ; cependant, les warrants ont progressé de 34,48% en 2004 pour atteindre 2 414 cotations. Les obligations (24 292 cotations) et les OPC (6 055 cotations) demeurent donc les compartiments les plus importants, tandis que les actions - qui d'ailleurs affichent une réduction de 2,61% - représentent moins de 0,8% du total des valeurs cotées.

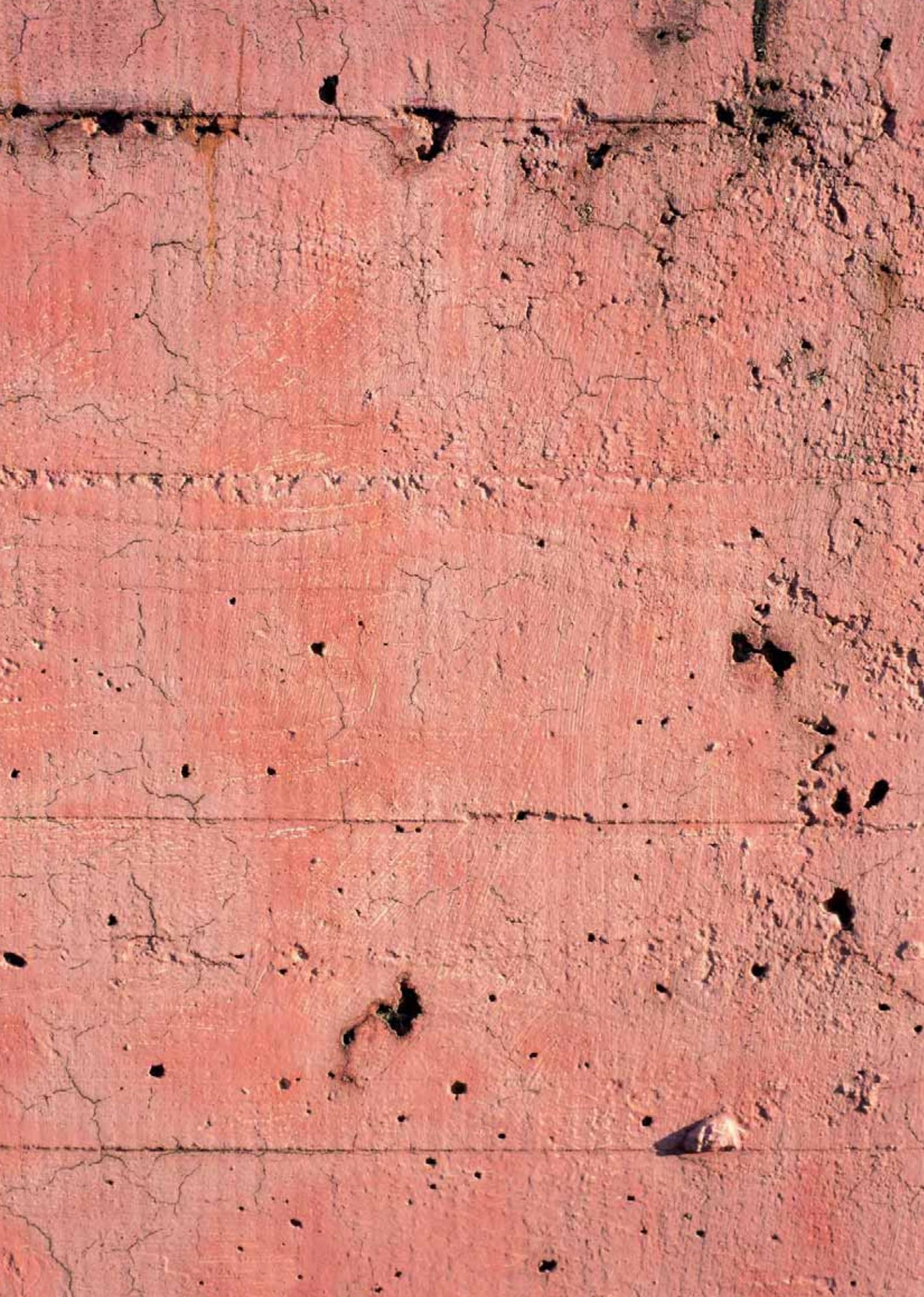
GRAPHIQUE 37 : NOMBRE DE VALEURS COTÉES



Source : Bourse de Luxembourg

Outre les développements repris ci-dessus, il convient de noter que la Bourse de Luxembourg a signalé la création d'un marché alternatif nommé LuxAlter ; ce dernier sera soumis au règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg et non pas aux directives européennes. En outre, la Bourse de Luxembourg a lancé un nouveau projet nommé "e-file" qui permettra d'accomplir dans un environnement virtuel les démarches requises au lancement d'un OPC ou à la cotation d'un titre.





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 régulières 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 et ont une échéance d'une semaine.
- 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. Elles ont une échéance de trois mois.

En 2004 plusieurs modifications du cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème sont intervenues. Ces modifications ont pour but de minimiser les spéculations sur un changement de taux au cours d'une période de constitution des réserves.

- Le calendrier de la période de constitution de réserves a été modifié de manière à ce que celle-ci débute toujours le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est procédé à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire.
- Depuis le 10 mars 2004, la durée des opérations principales de refinancement a été ramenée de deux semaines à une semaine.
- Depuis le 26 février 2004, les opérations de refinancement à plus long terme sont normalement adjugées le dernier mercredi du mois.
- Les modifications des taux des facilités permanentes interviennent désormais, en principe, le premier jour d'une nouvelle période de constitution des réserves.

La BCE a aussi amélioré sa communication avec les contreparties. Les jours d'annonce d'une OPR, la BCE continue de publier la prévision relative aux facteurs autonomes de la liquidité et elle a commencé à publier une prévision actualisée le jour de l'adjudication. La BCE communique désormais également le montant de référence, c'est-à-dire le montant alloué qui permet au système bancaire de respecter sans tension ses obligations de réserves, le jour de l'annonce et le jour de l'adjudication.

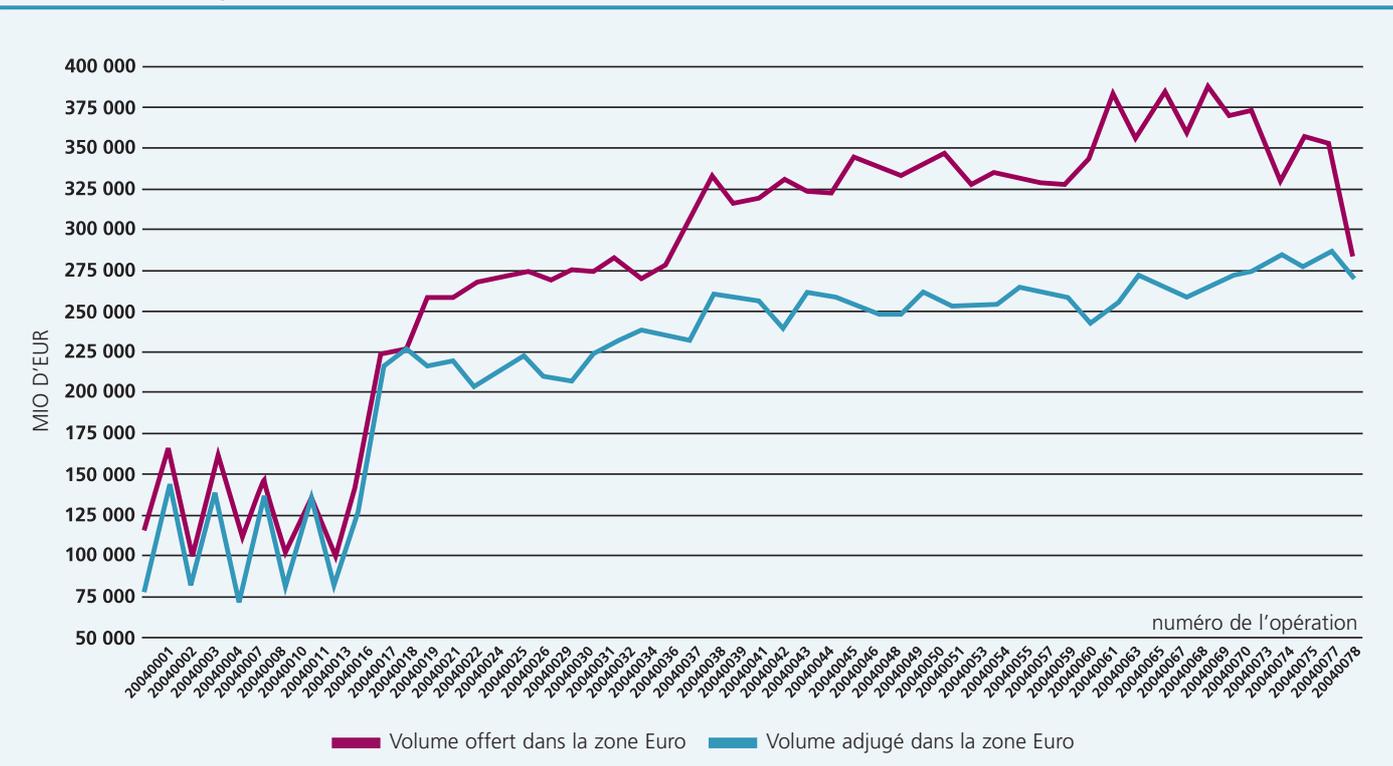
Depuis la réduction de la maturité des OPR à une semaine, les fluctuations des montants alloués ont diminué considérablement. Ainsi la variation hebdomadaire moyenne des adjudications était de 7 milliards d'euros pour la période allant de la mise en œuvre des modifications à décembre 2004, contre 33 milliards d'euros entre juin 2000 et mars 2004.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

- 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 2004 - VOLUME OFFERT ET ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO



Suite à la mise en place des changements le 10 mars 2004, le montant offert et adjudgé des OPR a plus que doublé.

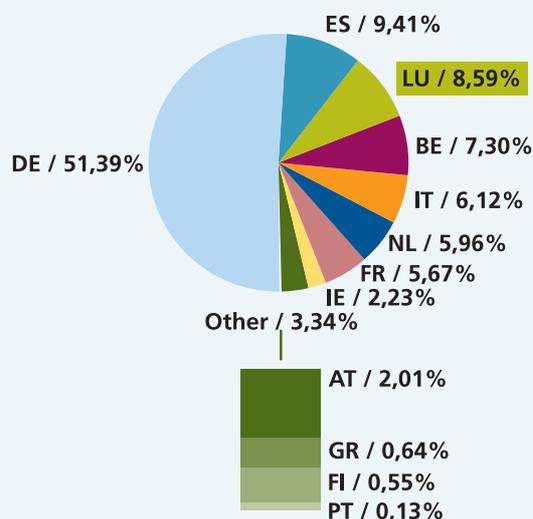
Avec 8,59% du volume attribué en moyenne durant 2004, le Luxembourg s'est positionné en troisième rang pour les OPR, derrière l'Allemagne et l'Espagne. Cette position s'est confirmée au cours du premier trimestre de 2005 lorsque le pourcentage adjudgé au Luxembourg était de 8,00%.

Par rapport à l'an 2003, le pourcentage adjudgé au Luxembourg en 2004 a diminué de 9,97% à 8,59%.

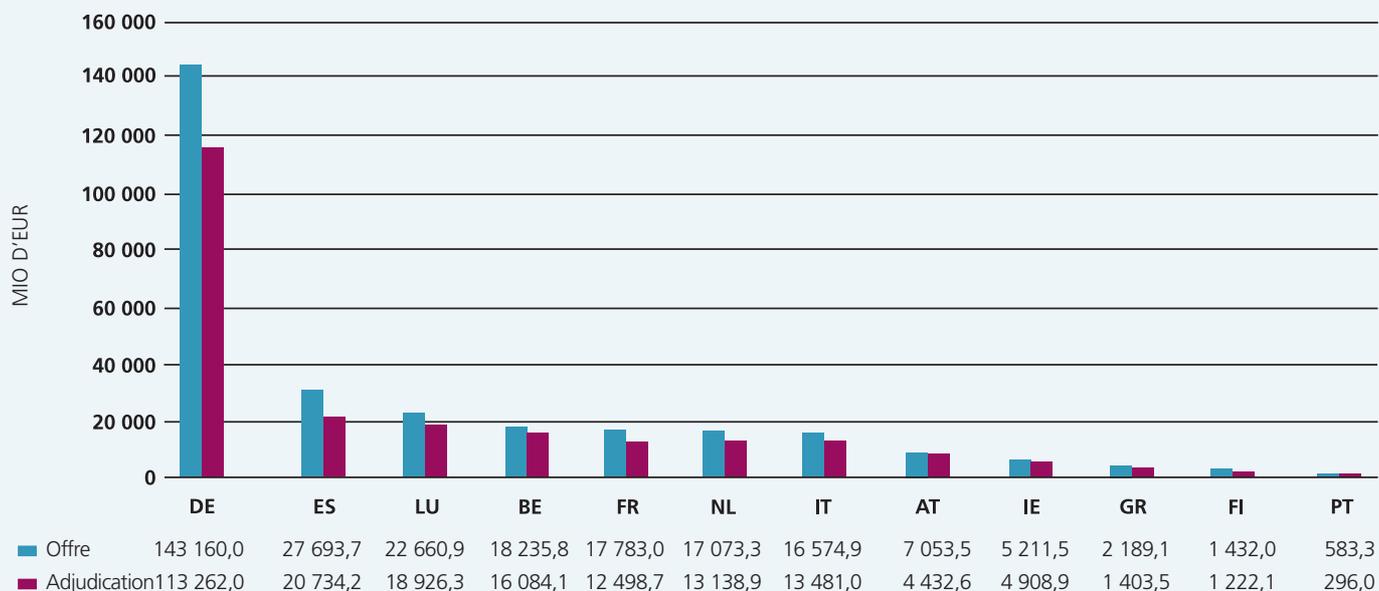
En 2004, le nombre moyen de soumissionnaires dans le cadre des OPR est resté inchangé au Luxembourg à 20 banques, contre 19 en 2003 et 18 en 2002. Dans la zone euro, le nombre de contreparties participantes a, en moyenne, augmenté de 266 en 2003 à 339 en 2004, inversant ainsi la tendance baissière observée depuis 1999. Cette augmentation dans la zone euro pourrait s'expliquer par la diminution de l'échéance de deux à une semaine ainsi que par la simplification de la nouvelle structure.

Au cours du premier trimestre 2005, le nombre moyen de participants aux OPR est resté stable en moyenne avec 19 banques au Luxembourg et 340 dans la zone euro.

GRAPHIQUE 2 : OPR - 2004 VOLUME MOYEN ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 3 : OPR - 2004 VOLUME MOYEN OFFERT ET ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO

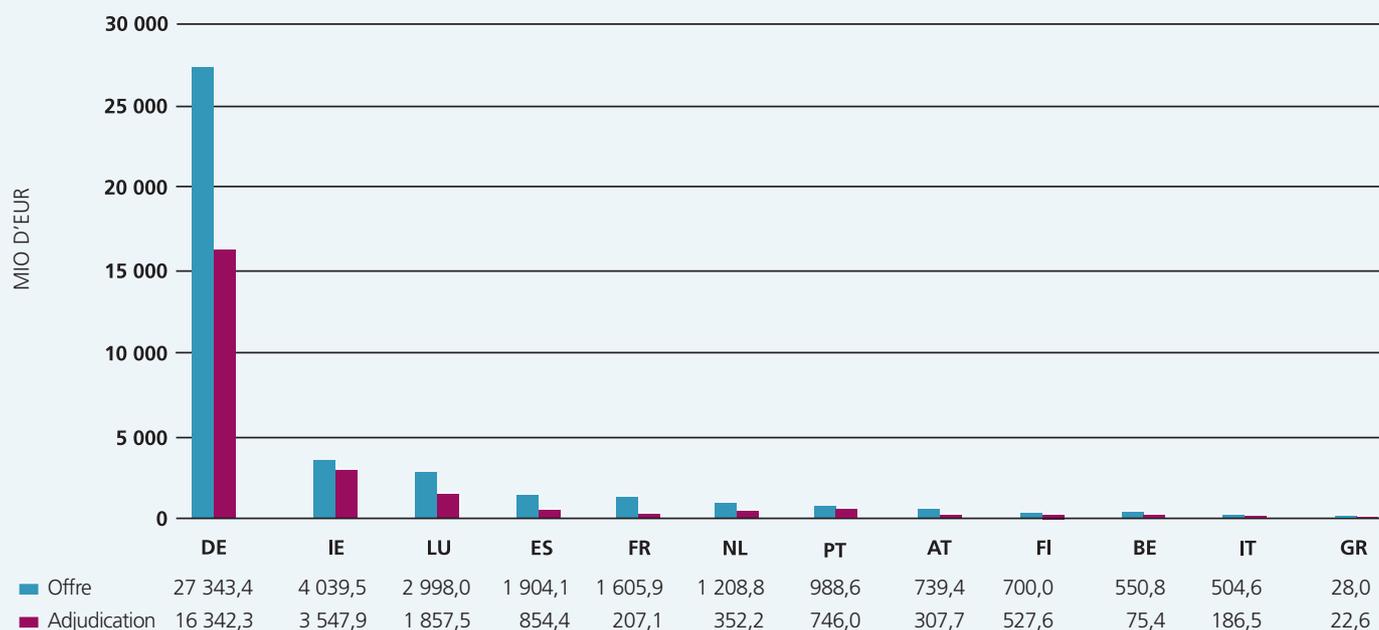


2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

- Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT)

Sur l'ensemble de l'année 2004 et au premier trimestre 2005, le Luxembourg s'est classé troisième en ce qui concerne le montant offert et adjudgé dans les ORLT. Le nombre moyen de contreparties participantes est resté stable au Luxembourg avec 7 banques en 2004 et 8 au premier trimestre 2005 (7 en 2003).

GRAPHIQUE 4 : ORLT 2004 - VOLUME MOYEN OFFERT ET ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO



En janvier 2005, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de relever le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chaque ORLT de 25 à 30 milliards d'euros.

- Opérations de réglage fin

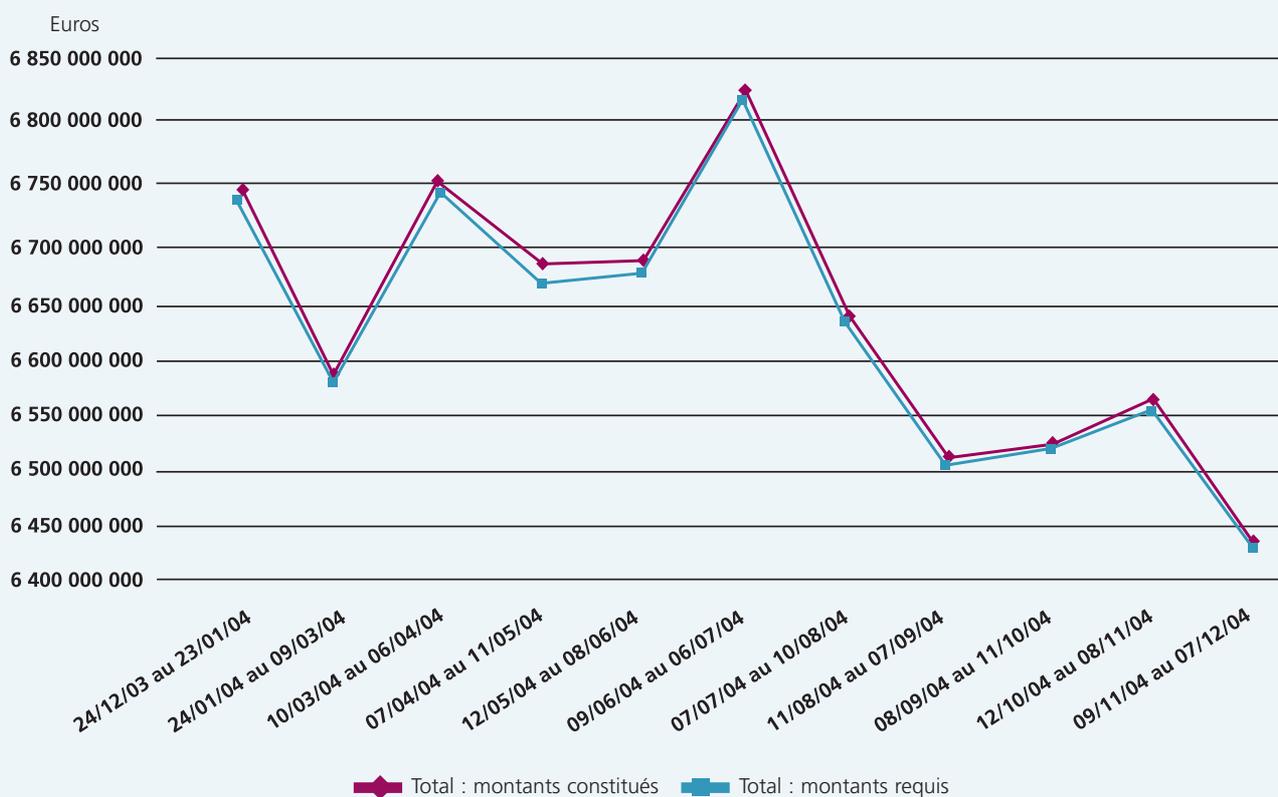
D'une manière générale la volatilité du taux EONIA a diminué au cours de 2004. Cependant les fluctuations de taux à court-terme ont augmenté les derniers jours de certaines périodes de constitution des réserves obligatoires. Ceci est probablement dû au fait que l'adjudication de la dernière OPR d'une période de constitution des réserves survient désormais huit jours avant la fin de celle-ci, ce qui augmente le risque d'un déséquilibre de liquidité. Pour y remédier la BCE a organisé à plusieurs reprises des opérations de réglage fin le dernier jour de la période de constitution de réserves afin de rétablir des conditions de liquidité neutres. Ainsi 3 opérations de réglage fin ont été conduites en 2004 (mai, novembre et décembre) et 3 en 2005 (janvier, février et mars).

Le système des réserves obligatoires

Sur la période s'étalant du 24 décembre 2003 au 7 décembre 2004, le montant moyen des réserves obligatoires détenues par les établissements de crédit sur la place financière luxembourgeoise s'est élevé à 6,6 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

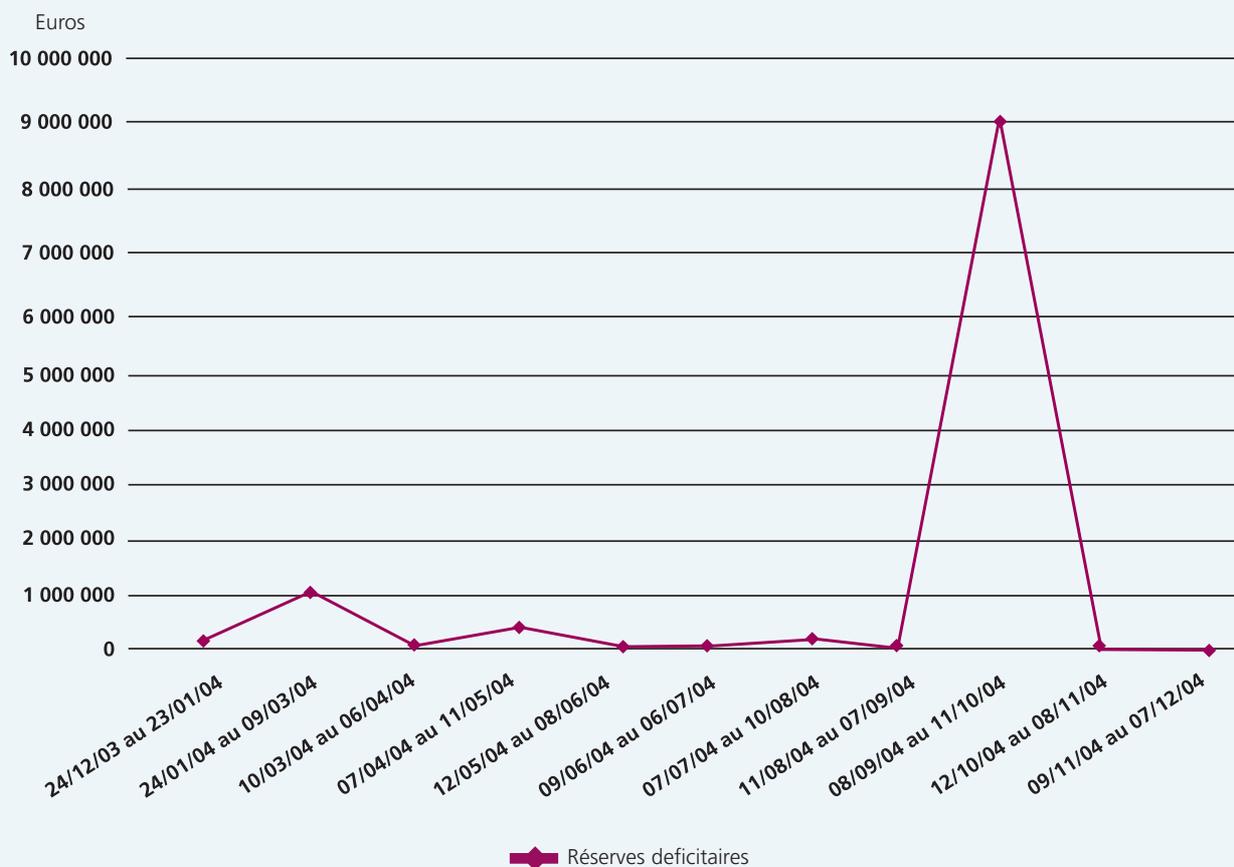
Évolution du taux de rémunération durant l'année 2004

En 2004, le taux de rémunération des réserves obligatoires est passé de 2,02% à 2,05%.

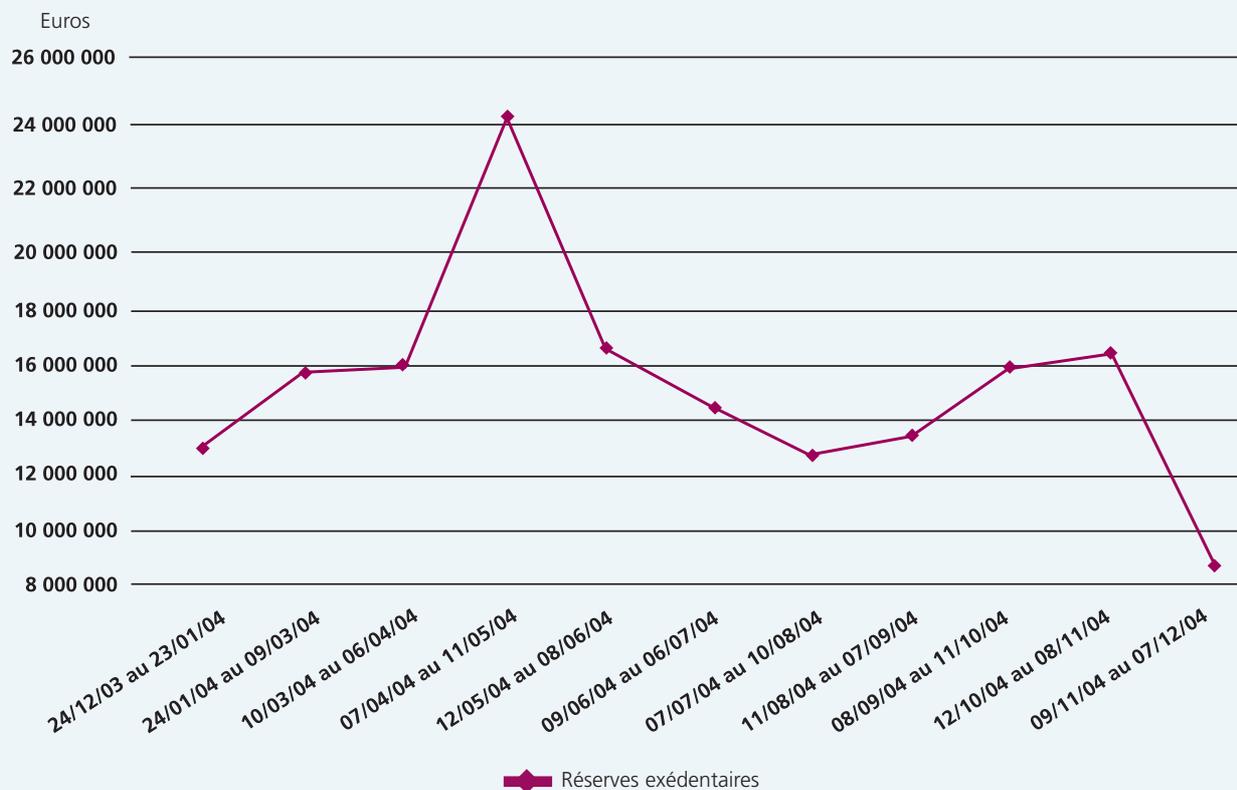
Périodes	24/12/03 23/01/04	24/01/04 09/03/04	10/03/04 06/04/04	07/04/04 11/05/04	12/05/04 08/06/04	09/06/04 06/07/04	07/07/04 10/08/04	11/08/04 07/09/04	08/09/04 11/10/04	12/10/04 08/11/04	09/11/04 07/12/04
Taux (%)	2,02	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,01	2,02	2,02	2,03	2,05

Au cours de l'exercice, 7 sanctions ont été prononcées pour non-respect du seuil de réserves obligatoires par les banques au Luxembourg, contre 6 en 2003.

GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DE LA MOYENNE DES RÉSERVES DÉFICITAIRES



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.

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

Conformément aux règles applicables à l'Eurosystème, et en fonction d'une clé correspondant à sa part dans le capital de la BCE, la BCL a transféré des avoirs de réserve de change à la BCE, pour un montant équivalent à 74,6 millions d'euros. La part de la BCL au regard de cette clé était de 0,1492% en date du 31 décembre 2003.

Les réserves de change de la BCE sont gérées de manière décentralisée par les BCN de l'Eurosystème depuis le mois de janvier 1999. Depuis le 1^{er} mai 2004, suite à l'élargissement de l'Union européenne, la pondération de la BCL dans la clé de répartition du capital de la BCE est de 0,1568% ; un montant supplémentaire de 12,6 millions d'euros a été transféré à la BCE. Au 31 décembre 2004, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) des réserves de la BCE gérées par la BCL représentait 76,2 millions d'euros.

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" ; il reflète les préférences à moyen terme de la BCE en matière de revenus et de risques en fonction des conditions de marché. Une modification du *benchmark* tactique peut affecter différentes catégories de risques (par exemple la durée modifiée ou le risque de liquidité). La durée modifiée du *benchmark* tactique peut différer de celle du *benchmark* stratégique dans le cadre des marges de fluctuation annoncées au préalable par la BCE.

Pour 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

2.3.1 Structure institutionnelle

La gestion des avoirs repose sur une structure impliquant un quintuple niveau d'intervention :

- Le Conseil (niveau 1) ;
- La Direction (niveau 2) ;
- Le Comité de gestion actif-passif (ALCO) (niveau 3) ;
- Les comités tactiques (niveau 4) ;
- Le gestionnaire (niveau 5).

■ Niveau 1 : Le Conseil

Le Conseil approuve les lignes directrices du cadre de gestion des avoirs. Ainsi, le Conseil a accordé la possibilité à la BCL de s'engager dans la gestion d'avoirs de tiers, de constituer des portefeuilles propres afin d'assurer la diversification des revenus de la Banque, et de créer un fonds de pension. Parmi ces lignes directrices figurent également le cadre de la mitigation des risques appliqué pour la gestion des avoirs. Ce cadre comporte deux formes de mitigation des risques : la mitigation institutionnelle et la mitigation opérationnelle.

■ Niveau 2 : La Direction

La Direction définit et chiffre le cadre de gestion des risques. Ainsi, la Direction fixe le risque maximal auquel elle accepte de s'exposer dans la gestion des avoirs propres en fixant la MRA (maximum risk allowance). La Direction détermine les mesures de gestion des risques, comme la méthode de calcul de la Value at Risk (VaR), et l'application des scénarios de stress testing. La Direction fixe aussi les seuils d'alerte qui génèrent la convocation de réunions d'urgence à des fins d'évaluation et d'arbitrage.

La Direction détermine ainsi le cadre annuel chiffré.

■ Niveau 3 : Le comité de gestion actif-passif appelé ALCO

L'ALCO détermine le *benchmark stratégique* dans le respect du cadre annuel chiffré fixé par la Direction en étudiant l'impact de chaque profil de risque (risque de marché, de crédit, de liquidité) engendré par les politiques d'investissement proposées, non seulement sur l'ensemble des lignes de l'actif et du passif, mais également sur le compte de résultat de la BCL. Au cours de l'année, l'ALCO évalue régulièrement les résultats de la politique d'investissement.

■ Niveau 4 : Les comités tactiques

Les comités tactiques suivent les évolutions des portefeuilles à plus court terme et élaborent des propositions de *benchmarks tactiques*, respectueuses des limites attribuées par le benchmark stratégique.

Les comités tactiques sont les suivants :

- Le comité de gestion ;
- Le comité réserves de change de la BCE ;
- Le comité tactical benchmark du fonds de pension.

■ Niveau 5 : Les gestionnaires

Les gestionnaires effectuent in fine les transactions nécessaires respectueuses des limites attribuées par le benchmark tactique à l'application des décisions des comités tactiques et du cadre restrictif de la politique d'investissement fixée. Ils se conforment à l'ensemble des limites, qu'elles couvrent l'intégralité du portefeuille ou un investissement particulier.

En sus, il convient de souligner le rôle important joué par les cellules Organisation et gestion des risques (OR) et Audit interne (AI) dans le cadre de la gestion des avoirs.

La cellule OR¹ suit l'ensemble des positions de tous les portefeuilles afin d'en estimer les risques et de contrôler le respect des limites prédéfinies. Ce suivi est effectué quotidiennement et indépendamment du front-office. La cellule AI complète la structure de contrôle par le biais de missions spécifiques à différents niveaux de l'organisation. S'ajoute finalement le rôle de contrôle joué par le middle et le back-office.

2.3.2 Cadre conceptuel

Les objectifs de la politique d'investissement :

Les principaux objectifs 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.

L'approche d'investissement 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 ;
- l'élaboration d'une stratégie clairement définie ;
- 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 ;
- l'application de strictes mesures de contrôle des risques.

Les décisions d'investissement se font :

- sur base d'analyses techniques et fondamentales, de même que sur base d'évaluations quantitatives. Les décisions d'investissement sont prises en tenant compte ;
 - les risques de marché (les taux d'intérêts, les cours de change, les cours des actions, les prix des matières premières) ;
 - les risques de crédit (critères de notations minimales par les agences de rating internationales) ;
 - les risques de liquidité (limites de concentration par secteur, par émetteur et par émission, effort de diversification géographique dans la gestion journalière).

La mesure de performance :

La qualité des décisions d'investissement est mesurée en comparant les performances à des benchmarks externes de grandes banques d'investissement. Ceci permet d'attribuer des performances relatives à tous les niveaux de décision (stratégiques, tactiques) ainsi qu'à la gestion journalière.

¹ En fait, le *Risk-manager* qui est rattaché à la cellule OR.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

2.3.3 Structure des 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.

La BCL gère cinq types de portefeuille : *Investment Portfolio*, *Liquidity Portfolio*, *Domestic Reserves Portfolio*, *Pension Fund Portfolio* et *Institutional portfolios*.

"Investment Portfolio" (portefeuille 1)

Ce portefeuille est constitué d'actifs pouvant être considérés comme représentatifs des fonds propres (caractère d'investissement à plus long terme). Le portefeuille d'investissement en euros a pour principal objectif de maximiser le rendement, en fonction des contraintes de risque précitées (cf. point 2.3.2). Au 31 décembre 2004, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) de ce portefeuille représentait 533,4 millions d'euros.

En 2004, 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.

Les valeurs incluses dans ce portefeuille sont largement diversifiées tant au niveau des secteurs géographiques que des secteurs d'activité et des émetteurs.

"Liquidity Portfolio" (portefeuille 2)

Ce portefeuille représente les autres actifs constitués en grande partie sur base d'un accord de l'Eurosystème (Agreement on Net Financial Assets), en contrepartie des comptes TARGET et autres passifs. Ce portefeuille, dont la contrepartie au passif commande un certain besoin en liquidités, poursuit également un objectif d'optimisation des revenus.

Les instruments utilisés sont principalement des obligations à court terme à coupon fixe, des obligations à coupon variable et des certificats de dépôt (ECP), à condition que ces instruments répondent à des exigences de rating strictes et prédéfinies. Au 31 décembre 2004, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) du *Liquidity Portfolio* représentait 2 091 millions d'euros.

"Domestic reserve portfolio"

Le portefeuille de réserves propres en devises a pour objectif principal la mise en place d'un portefeuille d'intervention en sus des réserves communes de change transférées à la BCE. Ainsi ce portefeuille a pour principale exigence le critère de sécurité et de liquidité. Ce portefeuille est au stade de constitution et au 31 décembre 2004, la valeur totale des actifs en devises représentait 105,4 millions d'euros.

"Pension Fund Portfolio"

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

"Institutional portfolios"

La Banque offre des services non-standardisés de gestion discrétionnaire à des clients institutionnels (banques centrales et organisations internationales).

A partir du 1^{er} janvier 2005, la Banque figure au sein de l'Eurosystème comme ESP (Eurosystem service providers), un groupement de 6 banques centrales de l'Eurosystème qui offrent une panoplie de services de gestion des réserves en euros. Ce service est offert à des clients institutionnels (banques centrales, autorités publiques, organisations internationales) dans un nouveau cadre de services standardisés.

TABLEAU 1 : RÉPARTITION DES AVOIRS AU 31 DÉCEMBRE 2004

Échéance	Portefeuille 1	Portefeuille 2
0-1 an	43%	71%
1-3 ans	21%	27%
3-7 ans	26%	1%
> 7 ans	10%	1%

2.4 Les billets de banque et la circulation des signes monétaires

Les billets en euros sont produits en fonction des besoins des BCN participantes agrégés par la BCE. La production d'une même dénomination est assignée à, au plus, deux BCN. En 2004, la BCL a ainsi assuré la production de 1,9 millions de billets de 500 euros pour ses propres besoins. La production de ces billets a été confiée à l'imprimerie spécialisée *Bundesdruckerei* établie à Berlin.

A partir du 1^{er} mai 2003, en vertu d'un accord conclu avec l'Etat luxembourgeois, la BCL est en charge de la production des pièces luxembourgeoises en euros, en plus de la mise en circulation des pièces qu'elle assumait déjà. En 2004, la BCL a chargé la *Koninklijke Nederlandse Munt* (Monnaie Royale des Pays-Bas) de la production des 112,5 millions de pièces nécessaires à ses besoins. À la fin septembre 2004, la BCL a signé le contrat avec la Monnaie de Finlande (*Rahapaja Oy*) pour la production de 45,2 millions de pièces luxembourgeoises en euros millésimées 2005 afin de couvrir les besoins des acteurs économiques en pièces au cours de 2005.

2.4.1 L'évolution de la circulation des signes monétaires

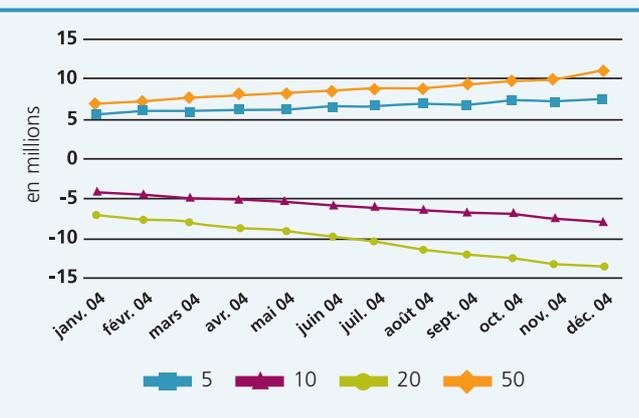
2.4.1.1 Les signes monétaires en euros

Le volume de signes monétaires en euros mis en circulation par la BCL excède le 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 émis par la BCL au cours de 2004 s'élève à 23,22 millions de billets, contre 27,80 millions de billets en 2003, soit une régression de 16,5%. Le volume des billets de 10 et 20 euros remis à la BCL excède celui des billets émis. Pour les billets de 20 euros, ce phénomène s'est accentué à partir de la mi-2004. 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.

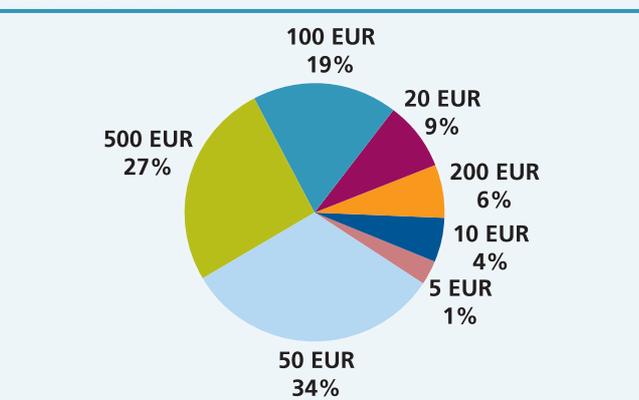
Le graphique ci-après illustre cette différence de tendance dans l'évolution du volume des dénominations utilisées principalement dans les transactions courantes :

GRAPHIQUE 8 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE BILLETS EN EUROS UTILISÉS DANS LES TRANSACTIONS COURANTES 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, qui est passée de 0,74% à la fin 2003 à 0,93% en décembre 2004. Au Luxembourg et dans la zone euro, tout comme en 2003, l'année 2004 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 14,93% pour atteindre 501,26 milliards d'euros à la fin 2004 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

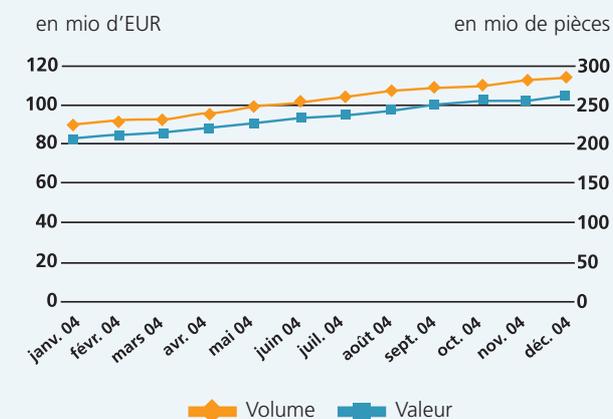


2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Les pièces métalliques luxembourgeoises en euros ont également connu une forte demande de la part du public. La valeur totale des pièces luxembourgeoises mises en circulation a connu une croissance de 27,5% en 2004, contre 41% en 2003. Elle est passée de 81,30 millions d'euros à 103,65 millions d'euros. Le volume de pièces mises en circulation au cours de 2004 a augmenté de 64,06 millions de pièces (plus de 300 tonnes de métal), affichant ainsi une croissance de 29,2%, pour atteindre un total de 283,57 millions de pièces luxembourgeoises en circulation à la fin 2004. Ce volume représente un poids total de 1 376 tonnes de pièces métalliques, soit 3,06 kg, ou quelques 630 pièces pour une valeur de 230 euros, par habitant au Luxembourg. Comme en 2003, les pièces luxembourgeoises en euros ont fait l'objet d'une forte demande des collectionneurs.

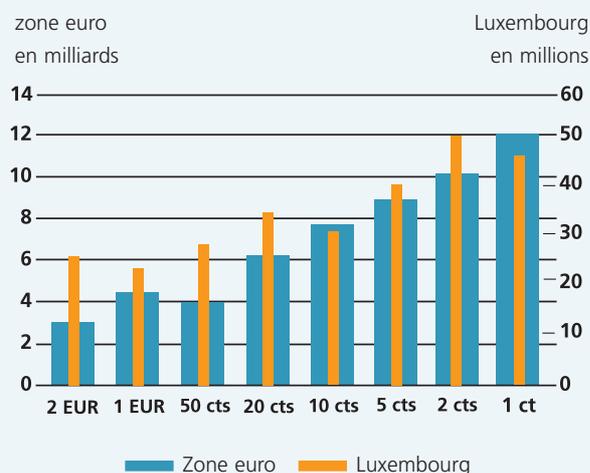
Le volume moyen mensuel de pièces en circulation s'est élevé à 254,42 millions. Le graphique ci-après montre l'évolution du volume et de la valeur des pièces luxembourgeoises en euros en circulation en 2004. La demande de pièces luxembourgeoises n'a cessé de croître, plus particulièrement en juillet 2004, lorsque la BCL a mis en circulation la pièce commémorative de 2 euros.

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



Au sein de la zone euro, le Luxembourg a pu augmenter sa contribution au nombre total de pièces mises en circulation par les États membres participants de 0,45% en 2003 à 0,50% en 2004, tandis qu'il contribue pour 0,68% 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 36,6 cents, contre 27,3 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.

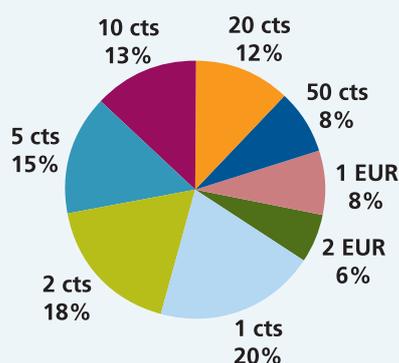
GRAPHIQUE 11 : COMPARAISON DU VOLUME DE LA CIRCULATION DES DIFFÉRENTES DÉNOMINATIONS DE PIÈCES EN EUROS AU LUXEMBOURG PAR RAPPORT À LA ZONE EURO



Concernant les pièces luxembourgeoises, il s'avère que, tout comme en 2003, la dénomination de 2 cents reste la plus répandue en 2004. Le classement général en volume est resté inchangé en 2004 comparé à 2003 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 passé de 14,07 milliards d'euros à la fin 2003 à 15,35 milliards d'euros à la fin 2004, tandis que le volume total s'élève à 56,24 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



En 2004, l'usage des pièces de 1 et 2 cents a fait l'objet d'un débat au sein de certains pays de la zone euro. La BCL n'est pas l'autorité responsable pour décider de cette matière. Il ressort du règlement du Conseil (CE) n° 975/98, que les pièces libellées en euros se composent de valeurs unitaires allant de 1 cent à 2 euros.

La décision d'un retrait éventuel des pièces de 1 et 2 cents incombe donc au Conseil de l'Union européenne à savoir le Conseil ECOFIN, composé des Ministres des Finances.

La BCL constate que la demande de pièces de 1 et 2 cents reste très importante au Luxembourg. Ce sont même les pièces les plus demandées. Dans le cas hypothétique où une décision serait prise au niveau européen de retirer le cours légal desdites pièces, la BCL cesserait d'en produire et, de même que les autres banques centrales de l'Eurosystème, devrait alors organiser le retrait physique et le remboursement des pièces de 1 et 2 cents en circulation dans le pays.

2.4.1.2 Les signes monétaires en francs luxembourgeois

En 2004, la valeur globale des signes monétaires en francs luxembourgeois¹ non présentés à l'échange est passée de 470 millions à 452 millions de francs luxembourgeois, soit une diminution de 3,8%. La valeur moyenne par mois au cours de l'année s'est élevée à 462,8 millions de francs luxembourgeois, contre 479,2 millions en 2003. C'est la circulation du billet de 5 000 francs luxembourgeois qui a diminué le plus fortement, soit de 6,3% tandis que celle du billet de 1 000 francs luxembourgeois diminuait de 3,0% et celle du 100 francs luxembourgeois seulement de 0,5%. 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 : VALEUR TOTALE DES BILLETS LUXEMBOURGEOIS EN CIRCULATION ENTRE 2000 ET 2004

Fin de période	en LUF				
	5 000 LUF	1 000 LUF	100 LUF	Billets LUF retirés à l'étranger	Total
2000	3 054 750 000	676 114 000	153 731 500	-168 910 000	3 715 685 500
variation*	-4,3%	-20,8%	-9%		-8,3%
2001	2 398 720 000	435 327 000	141 357 900	-198 966 000	2 776 438 900
variation*	-21,5%	-35,6%	-8,1%		-25,3%
2002	93 855 000	83 749 000	83 781 100	0	261 385 100
variation*	-96,1%	-80,8%	-40,7%		-90,6%
2003	80 720 000	79 038 000	82 003 000	0	241 761 000
variation*	-14,0%	-5,6%	-2,1%		-7,5%
2004	75 625 000	76 702 000	81 592 200	0	233 919 200
variation*	-6,3%	-3,0%	-0,5%		-3,3%

* par rapport à l'année précédente

¹ 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 93,7% entre fin 2000 et fin 2004. Le rentrée des billets a pris la forme d'une courbe pratiquement linéaire affichant un fléchissement plus prononcé en juillet et décembre 2004.

Le 31 décembre 2004 était la date finale du délai d'échange contre euros des pièces libellées en francs. Ainsi, bon nombre de personnes se sont précipitées aux guichets de la BCL à la fin décembre. La valeur des pièces en francs définitivement non-échangeables est de 218,1 millions de francs luxembourgeois à la fin 2004, y compris les frappes numismatiques ainsi que les pièces de collection. Ce bénéfice est attribué à l'État et non à la BCL.

Fin 2004, il reste encore en circulation un volume total de 907 749 billets luxembourgeois et de 63,1 millions de pièces de circulation courante et ce pour un montant global de 418,5 millions de francs luxembourgeois, les frappes numismatiques ainsi que les pièces de collection comptant pour un montant de 33,5 millions de francs.

Les billets en francs luxembourgeois versés à la BCL par les organismes financiers ont approché le nombre de 2 100, tandis que le versement de billets belges a dépassé légèrement 29 000 unités.

Les billets en LUF et BEF continuent d'être échangés aux guichets de la BCL.

2.4.2 La gestion des signes monétaires

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 56,18 millions de billets. Exprimé en nombre d'opérations de versements, tous ces volumes versés par les organismes financiers représentent plus de 1 780 opérations différentes effectuées et enregistrées par la Caisse centrale de la BCL. Par ailleurs, le nombre d'opérations de retrait de signes monétaires en euros par les organismes financiers a dépassé les 4 430 opérations effectuées et enregistrées par la Caisse centrale en 2004.

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 inaptés à la circulation ainsi que pour des opérations numismatiques. Plus de 14 300 opérations y ont été enregistrées en 2004, soit en moyenne 55,1 opérations par jour ouvrable. Ainsi, le total du nombre d'opérations effectuées sur billets et pièces et enregistrées par la Caisse centrale de la BCL a dépassé le cap des 20 500 opérations.

Le nombre de billets traités à l'aide des machines de tri a connu une augmentation sensible d'environ 10%, passant de quelques 49,34 millions de billets en 2003 à 54,23 millions de billets traités en 2004.

Ces machines de tri effectuent non seulement divers contrôles d'authenticité, mais également des tests de propreté des billets. Toutes dénominations confondues, près de 17,9 millions de billets ont dû être détruits en raison de leur inaptitude à la circulation. Le taux de rejet/destruction a également progressé, passant de 29% en 2003 à 33% du total des billets traités. En outre, ce taux montre une forte variation selon les dénominations traitées et varie de 6% pour la dénomination la plus élevée à 58% pour la dénomination de 10 euros.

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

2.4.3 Les émissions numismatiques

La possibilité pour les autorités émettrices de pièces en euros d'émettre à partir de 2004 une pièce commémorative de 2 euros à face nationale particulière a entraîné un grand regain d'intérêt pour les collections numismatiques de nouvelles émissions en euros. Le Luxembourg a saisi cette occasion en émettant une telle pièce commémorative de 2 euros dont la face nationale présente, outre l'effigie du Grand-Duc Henri, son monogramme (une lettre "H" surmontée d'une couronne), afin de renouer avec la tradition vieille de 80 ans d'émettre des pièces affichant le monogramme du Souverain.

Au Luxembourg, les produits numismatiques suivants ont été mis en circulation en 2004 par la BCL :

- Le "set BU 2004" présente les pièces luxembourgeoises en euros (1 cent à 2 euros, y compris la pièce commémorative de 2 euros à face nationale particulière), frappées en qualité "Brillant Universel" et au millésime de l'année 2004. Le tirage maximal est de 40 000 unités.
- Le "set Benelux 2004" comprend la série 2004 des huit pièces en euros de chacun des trois pays du Benelux frappées en qualité "Brillant Universel". Ce set contient en outre une médaille en argent créée spécialement pour le 60^e anniversaire du Benelux, constituant le thème de ce set.
- Le "set Proof 2004" présente les neuf pièces luxembourgeoises en euros (allant de 1 cent à 2 euros, y compris la pièce commémorative de 2 euros), frappées en qualité "Belle Épreuve" et au millésime de l'année 2004. Ces sets ont été vendus en même temps que les sets Proof 2002 et 2003 qui incorporent seulement les huit pièces usuelles. Le tirage est de 1 500 sets par millésime.
- La pièce en or "masque de Hellange", émise en novembre 2004 dans la série "Histoire culturelle du Grand-Duché de Luxembourg" (tirage : 5 000 pièces), est la deuxième pièce luxembourgeoise de collection en or. Elle a pour thème la visière du casque en fer d'un cavalier romain. Il s'agit d'une pièce à valeur faciale de 10 euros, frappée en or au titre de 999 et en qualité "Proof". Son diamètre est de 16 mm et son poids de 3,11 g.
- La pièce en argent "Parlement européen", émise en juillet 2004 avec un tirage de 10 000 pièces, est la deuxième pièce luxembourgeoise de collection en argent et a pour thème le 25^{ème} anniversaire de l'élection au suffrage universel du Parlement européen. Il s'agit d'une pièce à valeur faciale de 25 euros, frappée en argent au titre de 925. Son diamètre est de 37 mm et son poids de 22,85 g.

Les pièces de collection en métal précieux 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 dispositions prévues dans les 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, établis selon les nomenclatures modifiées introduites par le règlement BCE/2001/13 sur le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires. La nouvelle collecte se traduit par des informations mensuelles plus détaillées sur les crédits et les dépôts ainsi que sur 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. Pour ce qui est des ajustements liés aux effets de valorisation, elle permet d'améliorer sensiblement la qualité des statistiques de flux dérivés calculés par l'Eurosystème sur base mensuelle.

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

Ces deux collectes sont à la base de la publication régulière des statistiques sur le bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises et des 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 ainsi que dans son bulletin périodique. De plus, des communiqués de presse informant sur la somme des bilans, l'effectif dans le secteur financier ainsi que les réserves obligatoires sont régulièrement diffusés.

Au cours de l'année 2004, la BCL a poursuivi ses efforts en vue d'obtenir une meilleure qualité des données collectées par une définition plus appropriée des instructions à la base de la collecte ainsi qu'en augmentant les efforts dans le domaine du contrôle de qualité des données collectées.

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 et les avoirs de réserves sur son site Internet ainsi que dans son bulletin périodique. En outre, la BCL et le STATEC diffusent un communiqué de presse commun qui informe des 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 pour la deuxième fois à la compilation de la position extérieure globale (PEG) annuelle du Luxembourg qui a également fait l'objet d'une analyse détaillée dans son bulletin 2004/3. La BCL a de même débuté la compilation de la position extérieure globale avec une fréquence trimestrielle ainsi que la balance des paiements trimestrielle avec ventilation géographique détaillée. Ces travaux substantiels ont permis aux compilateurs nationaux de respecter les échéances fixées par la recommandation BCE/2003/7 de la Banque centrale européenne du 2 mai 2003.

2.5.3 Les comptes financiers

Dans le domaine des comptes financiers, la BCL a mené des discussions avec le Gouvernement luxembourgeois en vue de l'établissement des comptes financiers du Luxembourg par la BCL. Ces discussions n'ont pourtant pas abouti, de sorte que le Luxembourg risque de dépasser les délais imposés par le Règlement du Conseil CE no 2223/96 du 25 juin 1996, complété par l'orientation de la BCE 2002/7 du 21 novembre 2002 à l'attention de la BCL.

2.5.4 La norme spéciale de dissémination de données du Fonds monétaire international (FMI)

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.

Au cours de l'année 2004 les institutions luxembourgeoises ont poursuivi leurs efforts, entamés au cours des années précédentes, afin de développer le cadre statistique nécessaire au respect des règles de cette norme. En particulier, la BCL a finalisé les statistiques sur les comptes analytiques de la Banque centrale et du secteur des institutions financières monétaires, la balance des paiements (conjointement avec le STATEC), la position extérieure globale et les avoirs de réserve.

2.6 Les systèmes de paiement et de règlement-titres

2.6.1 Le système de règlement brut en temps réel LIPS-Gross¹

2.6.1.1 L'activité au cours de l'année 2004

Paiements domestiques

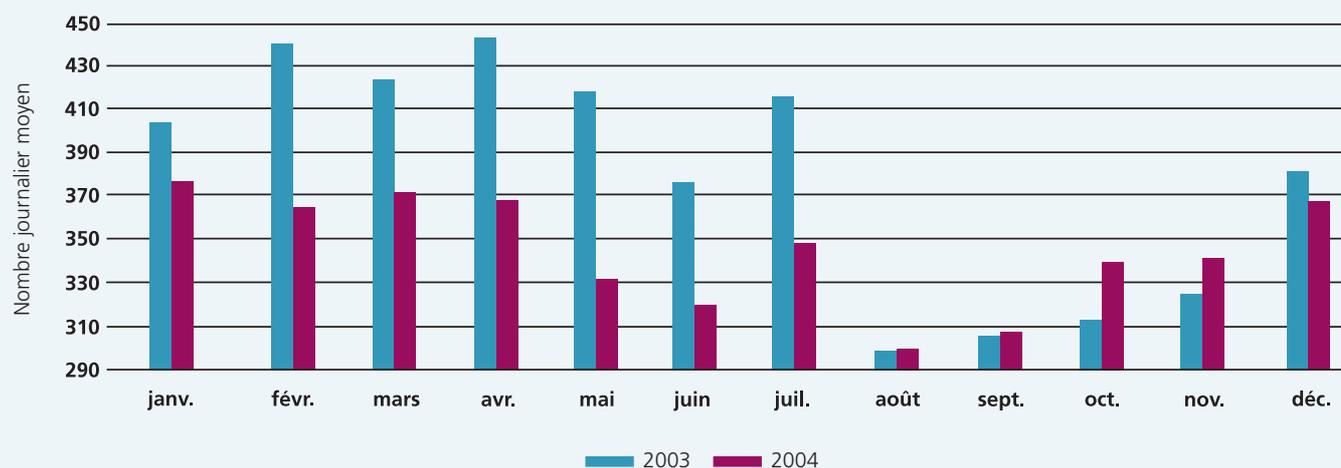
En 2004, les participants à LIPS-Gross ont échangé entre eux un total de 89 128 paiements (contre 96 525 en 2003) pour une valeur globale de 2 258 milliards d'euros (1 513 milliards d'euros en 2003). Par rapport à 2003, le volume a diminué de 8% alors que la valeur échangée a augmenté de 49%. La valeur moyenne par transfert se chiffre ainsi à 25,3 millions d'euros.

Les graphiques suivants illustrent l'évolution en moyenne journalière des paiements domestiques, en volume et en valeur, émis par les participants luxembourgeois.

En comparaison avec 2003, et indépendamment de l'effet saisonnier, on observe une baisse du trafic domestique entre le 1^{er} janvier 2004 et le 1^{er} août 2004. Cette diminution du trafic domestique est due principalement à un seul participant dont l'activité domestique s'est considérablement réduite depuis août 2003.

En revanche, les valeurs échangées en 2004 sont nettement en hausse par rapport à 2003, ce qui s'explique notamment par un changement de la procédure d'appel d'offre pour certaines opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, dont la durée est passée de 2 semaines à 1 semaine. Cette modification du cadre opérationnel de la politique monétaire, entrée en vigueur en février-mars 2004, a principalement eu pour effet de doubler les paiements des opérations principales de refinancement. Une banque qui auparavant empruntait un montant donné à 2 semaines, doit désormais emprunter 2 fois ce même montant à 1 semaine. Si en terme de volume des paiements l'impact est négligeable, l'effet sur les valeurs échangées dans LIPS-Gross est considérable.

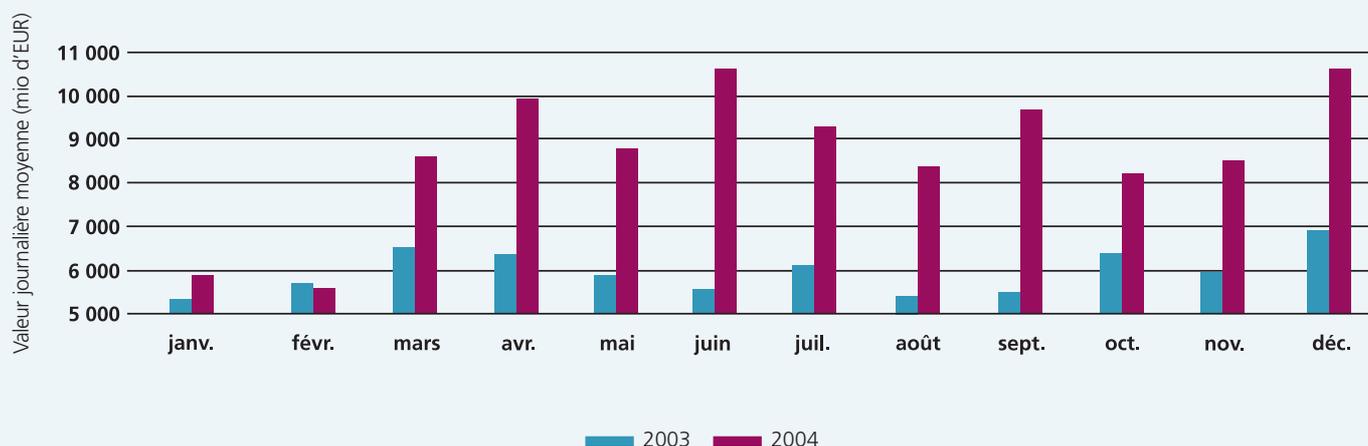
GRAPHIQUE 13 : PAIEMENTS DOMESTIQUES : ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN



¹ Real Time Gross Settlement System (RTGS).

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

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

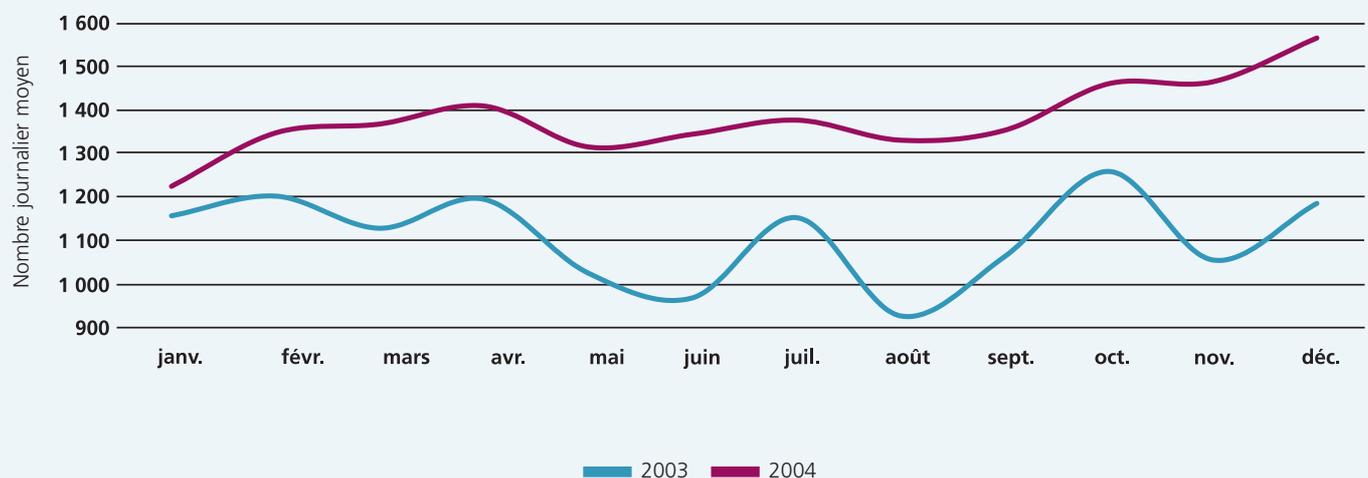


Paievements transfrontaliers

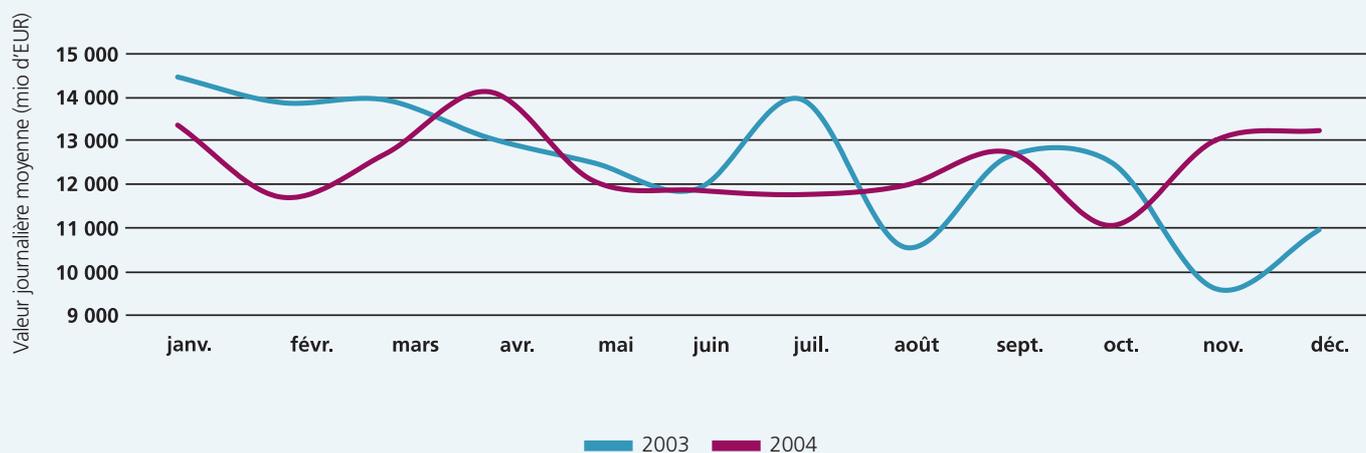
En 2004, les participants à LIPS-Gross ont envoyé 357 317 paiements dans les autres pays de l'UE (contre 286 798 paiements en 2003) pour une valeur totale de 3 241 milliards d'euros (contre 3 242 milliards d'euros en 2003). En contrepartie, ils ont reçu 321 711 paiements transfrontaliers (contre 307 246 paiements en 2003) pour un total de 3 242 milliards d'euros (contre 3 254 milliards d'euros en 2003). La valeur moyenne par transfert émis se chiffre ainsi à 9,1 millions d'euros.

Les graphiques suivants illustrent l'évolution en moyenne journalière des paiements transfrontaliers, en volume et en valeur, émis par les participants luxembourgeois.

GRAPHIQUE 15 : PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS : ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN

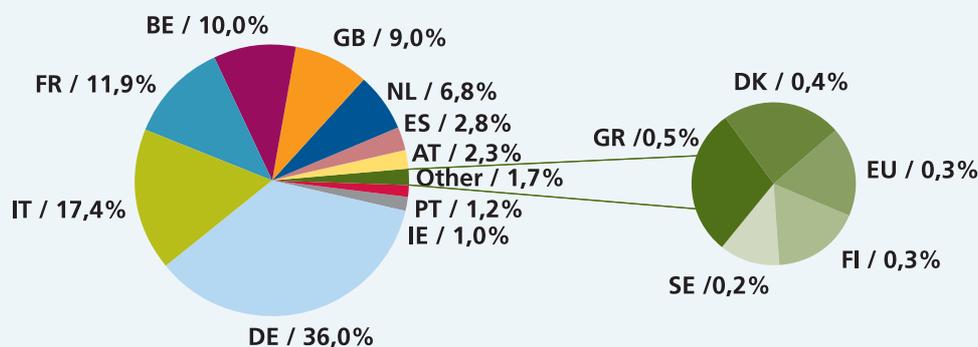


GRAPHIQUE 16 : PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS : ÉVOLUTION DE LA VALEUR JOURNALIÈRE MOYENNE EN MIO D'EUR



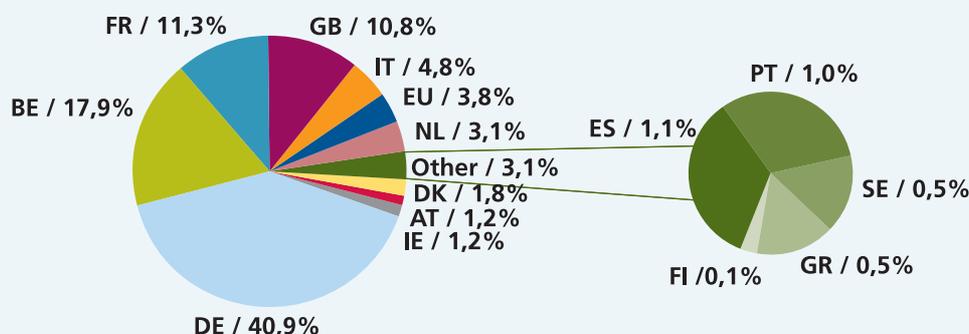
Le volume des paiements transfrontaliers émis a augmenté de 24,6% en 2004 alors que la valeur des paiements échangés est restée quasiment inchangée (-0,03%). Cinq institutions ont enregistré une augmentation de leur volume alors que deux institutions ont enregistré une baisse. En terme de valeur, l'augmentation générée par les cinq institutions précitées est compensée par la diminution de valeur des deux autres institutions.

GRAPHIQUE 17 : RÉPARTITION DES PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS ÉMIS EN VOLUME



2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

GRAPHIQUE 18 : RÉPARTITION DES PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS ÉMIS EN VALEUR



Que ce soit en volume ou en valeur, près de 85% des paiements transfrontaliers sont envoyés vers cinq pays, parmi lesquels les pays avoisinants du Luxembourg.

Chiffres agrégés des paiements domestiques et transfrontaliers

Le tableau suivant donne une vue globale de la moyenne journalière des volumes et valeurs des paiements échangés par année. Les volumes ainsi que les valeurs échangées continuent à augmenter globalement.

Un renversement de la tendance traditionnelle qui voulait que les membres du RTGS-L GIE reçoivent plus de paiements qu'ils n'en envoient, a été constaté en 2004.

TABLEAU 3 : VOLUME DES PAIEMENTS EN MOYENNE JOURNALIÈRE

	Domestiques	Transfrontaliers émis	Transfrontaliers reçus	Total
2002	321	1 042	1 168	2 531
2003	379	1 125	1 205	2 708
2004	344	1 380	1 242	2 966

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

	Domestiques	Transfrontaliers émis	Transfrontaliers reçus	Total
2002	4 826	12 539	12 544	29 908
2003	5 932	12 715	12 760	31 407
2004	8 717	12 515	12 519	33 752

LIPS-Gross par rapport aux autres systèmes connectés dans TARGET

En 2004, tous les systèmes RTGS nationaux pris ensemble ont exécuté un total de 52,4 millions de paiements nationaux (contre 51,4 millions en 2003) pour une valeur de 297 857 milliards d'euros (contre 283 871 milliards d'euros en 2003). Avec 89 128 paiements nationaux pour un total de 2 258 milliards d'euros, le Luxembourg représentait 0,17% de ce volume et 0,76% de cette valeur.

À ces chiffres s'ajoutent 16,8 millions de paiements transfrontaliers (15,2 millions de paiements en 2003) qui totalisaient 146 137 milliards d'euros (136 878 milliards d'euros en 2003) pour l'année entière. Ici, le Luxembourg contribuait pour 2,03% au volume et pour 2,24% à la valeur échangée.

Disponibilité de TARGET

La disponibilité globale de TARGET est passée de 99,79% en 2003 à 99,80% en 2004. En moyenne, sur les 5 années d'existence de TARGET, la disponibilité globale a atteint 99,67%.

Après 99,74% en 2003, la disponibilité de LIPS-Gross est passée à 99,97% en 2004. Il est à noter que la disponibilité de LIPS-Gross était de 100% onze mois sur douze en 2004. Sur les 5 années d'existence de LIPS-Gross, sa disponibilité moyenne a été de 99,65%.

Les membres du RTGS-L GIE

Le nombre de participants au système de règlement brut en temps réel, LIPS-Gross, est resté inchangé à 31 au cours de l'année 2004.

2.6.1.2 TARGET2

LIPS-Gross, le système RTGS luxembourgeois, est relié aux autres systèmes RTGS des pays membres de l'Eurosystème qui constituent ensemble le système de paiement transfrontalier TARGET. Le 24 octobre 2002, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris une décision stratégique quant à la nouvelle génération de TARGET. TARGET2 offrira une plate-forme technique unique, vers laquelle les banques centrales nationales de l'Eurosystème pourront migrer leurs systèmes RTGS respectifs. Il est prévu que TARGET2 sera opérationnel à partir du 2 janvier 2007.

Trois banques centrales, la Deutsche Bundesbank, la Banca d'Italia et la Banque de France, ont élaboré un concept commun pour la construction de la plate-forme de TARGET2, ce en étroite collaboration avec les autres banques centrales du SEBC et en tenant compte des recommandations du marché émises lors des différents tours de consultation. En 2004, le Conseil des gouverneurs de la BCE a retenu l'offre commune de ces trois banques centrales pour la construction et l'exploitation de la plate-forme TARGET2.

2.6.2 Le système de compensation interbancaire LIPS-Net

Treize établissements sont connectés au réseau. Ce nombre est resté inchangé par rapport à 2003. Le volume des opérations échangées en compensation est resté globalement stable sur l'ensemble de l'année.

En ce qui concerne l'avenir de la compensation nationale, des réflexions ont été entamées en 2004 au niveau luxembourgeois afin d'étudier l'évolution de la compensation nationale dans le contexte de la "Single European Payments Area (SEPA)²".

L'activité au cours de l'année 2004

Pour ce qui est des volumes de paiements échangés, le nombre total des transactions a diminué de 1,36% en 2004 pour atteindre un total de 13,24 millions d'opérations. En revanche, les valeurs échangées en compensation ont augmenté de 5% par rapport à 2003, portant ainsi la valeur totale échangée en 2004 à 56,78 milliards d'euros.

En moyenne journalière, le volume des transactions s'est élevé à 51 983 opérations. Le volume le plus important a été enregistré le 2 mars avec 118 469 opérations.

TABLEAU 5 :

	2003	2004	Variation
Nombre de virements	13 131 658	13 043 626	-0,67%
Valeur des virements (mio d'EUR)	45 079	45 846	1,70%
Valeur moyenne par virement (EUR)	3 433	3 515	2,39%
Nombre de chèques	275 563	174 396	-36,71%
Valeur des chèques (mio d'EUR)	3 182	2 567	-19,32%
Valeur moyenne par chèque (EUR)	11 545	14 719	27,49%
Nombre de transactions relatives à la liquidation des cartes de débit	21 841	28 951	32,55%
Valeur des transactions relatives à la liquidation des cartes de débit (mio d'EUR)	5 800	8 363	44,20%
Valeur moyenne d'une opération de liquidation des cartes de débit (EUR)	194 893	267 775	37,40%
Nombre total d'opérations	13 429 062	13 246 973	-1,36%
Valeur totale des opérations (mio d'EUR)	54 060	56 776	5,02%
Valeur moyenne par opération (EUR)	4 026	4 286	6,47%

² Stratégie générale des banques afin de créer un "espace unique de paiement en euros".

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Les virements

L'année 2004 est à scinder en 2 parties : le premier semestre a accusé une baisse de 4,80% des virements échangés par rapport au premier semestre 2003, alors que le deuxième semestre 2004 a enregistré une hausse de 3,70% par rapport à la même période en 2003. Ce changement de tendance s'explique notamment par l'entrée en vigueur de la réglementation européenne relative à la tarification des virements au 1^{er} juillet 2003 qui a eu pour conséquence une diminution relative du trafic jusqu'au 30 juin 2004. En revanche, dès le mois de juillet 2004, on constate que, comparativement à la même période en 2003, le trafic est reparti à la hausse. En 2004, le nombre moyen de virements échangés par jour à travers la compensation nationale s'élève à 51 183 opérations pour un montant moyen journalier de +/- 180 millions d'euros. Quant à la valeur des virements, elle a enregistré une hausse de 1,7%.

Les chèques

En ce qui concerne l'évolution du volume des chèques échangés en compensation, la nette tendance à la baisse constatée depuis la disparition de la garantie Eurochèque en 2001 s'est poursuivie en 2004 (- 37% par rapport à 2003). Fin 2004, le nombre moyen de chèques échangés par jour s'élève à +/- 600 opérations et la valeur moyenne journalière des chèques échangés en compensation s'élève à +/- 10 millions d'euros. En ce qui concerne la valeur totale des chèques, elle diminue également courant 2004, mais dans une moindre mesure (- 19% par rapport à 2003). La valeur moyenne des chèques échangés en compensation est passée de 11 545 en 2003 euros à 14 719 euros l'année d'après.

Les 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 depuis cette date. Par opposition aux opérations de paiements clientèle que sont les virements et les chèques, ces opérations de règlement interbancaire sont peu nombreuses (moins de 1% du volume) mais représentent une part non négligeable des valeurs échangées en compensation (15%).

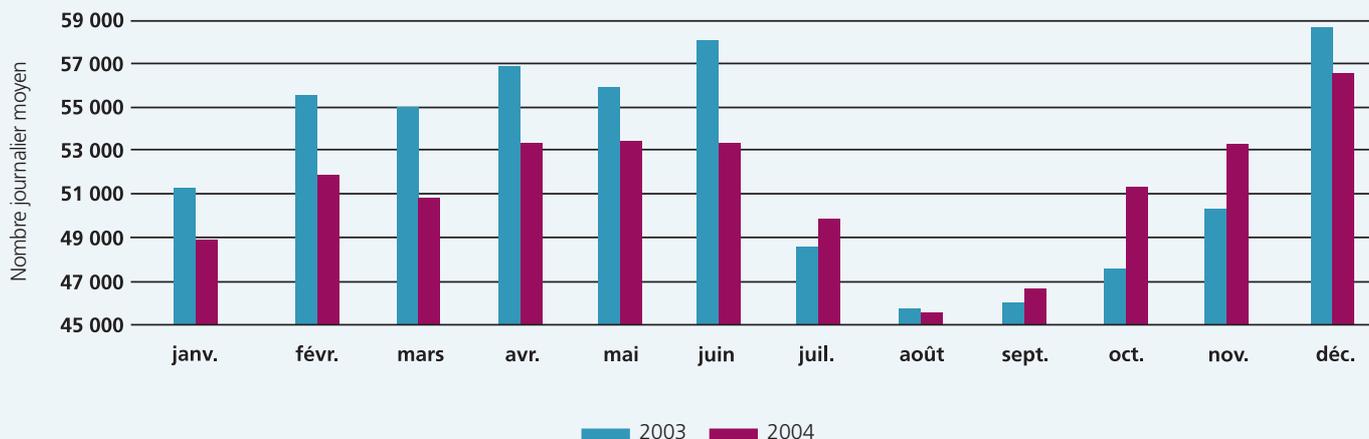
2.6.3 Le cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème

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"¹. 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 comme garantie dans le cadre des opérations de crédit. La première est constituée de titres de créance qui satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par l'Eurosystème. La deuxième est constituée d'actifs complémentaires, qui sont particulièrement importants pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux.

GRAPHIQUE 19 : ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN DES VIREMENTS LIPS-NET



¹ 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 d'actifs éligibles pour l'ensemble de la zone euro. Une première mesure prise dans ce contexte de liste unique était l'exclusion des *out collateral* de la liste des titres éligibles pour les opérations de crédit intra-journalier dans TARGET. La notion de "out collateral" comporte des titres éligibles en dépôt dans un pays de l'Union européenne mais émis dans un pays ne faisant pas partie de l'Union Monétaire. Comme deuxième mesure, il a été décidé que des prêts bancaires seront inclus dans la liste unique, et cela à partir de janvier 2007. Les procédures détaillées pour l'acceptation des prêts - comme par exemple un *rating* minimum - et celles requises pour le transfert de prêts bancaires à la banque centrale concernée sont en train d'être élaborées.

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

Sélection des dépositaires² éligibles sur le plan domestique

La notion de "sûreté appropriée"³ a également conduit l'Eurosystème à procéder à une évaluation des dépositaires de titres utilisés dans le cadre des opérations de politique monétaire. Dans ce contexte l'Eurosystème a revu ses critères d'évaluation (les *User Standards*) en 2004, afin de les adapter au paysage changeant des dépositaires.

Utilisation transfrontalière des garanties

En plus des titres éligibles déposés auprès du dépositaire national (Clearstream Banking Luxembourg - CBL - pour les contreparties luxembourgeoises), 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 garanties⁴. Les contreparties peuvent utiliser

- le MBCC⁵ ; 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 utilisé dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème, chaque lien doit être approuvé 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 aussi 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), 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.

Le MBCC 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. L'efficacité du système a été encore améliorée par la décision de limiter le temps de traitement à maximum une heure pour chaque opération, décision ayant pris effet en 2004.

L'utilisation du MBCC en 2004 à travers la zone euro est restée très disparate. Les BCC les plus sollicitées en tant que correspondants sont celles d'Italie (19%), du Luxembourg (19%), de la Belgique (19%) et de l'Allemagne (12%). Les BCPO les plus actives sont celles de l'Allemagne (61%), des Pays-Bas (10%), d'Irlande (7%), du Luxembourg (5%) et de la France (5%). L'utilisation transfrontalière des titres du niveau 2 reste marginale.

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

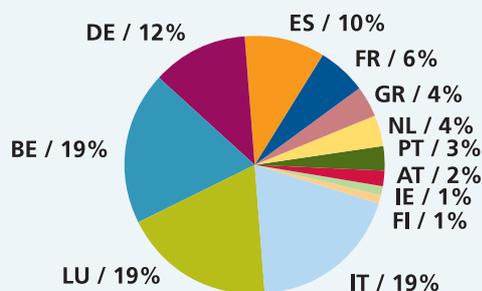
³ Mentionnée à l'article 18 du Traité.

⁴ Le terme utilisé en anglais est *cross-border use of collateral*.

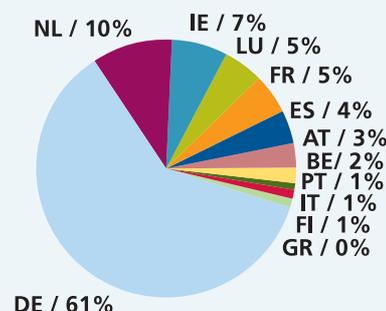
⁵ Modèle de Banques Centrales Correspondantes (*Correspondent Central Banking Model, CCBM*), voir 2.6.4 ci-dessous.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

GRAPHIQUE 18 : BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE BCC 2004



GRAPHIQUE 19 : BANQUE CENTRALE DU PAYS D'ORIGINE BCPO 2004



2.6.5 Le *Night Time Link* avec Clearstream

La procédure *Night Time Link* (NTL) est un service complémentaire, qui a été introduit 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.

2.7 Contribution à la stabilité financière

2.7.1 La surveillance macroprudentielle

2.7.1.1 Surveillance permanente

La BCL a poursuivi au cours de l'année 2004 l'analyse des développements majeurs du secteur bancaire luxembourgeois. Elle utilise à cette fin le système d'indicateurs macroprudentiels établi en 2002 qu'elle complète par un suivi spécifique des établissements à envergure systémique.

En 2004, les indicateurs mesurant la rentabilité des actifs et des capitaux des banques de droit luxembourgeois sont dans l'ensemble supérieurs à leurs niveaux de 2003. La part de la marge sur intérêts dans le revenu total des banques de droit luxembourgeois perd en importance tandis que la part des revenus sur commissions progresse. Les banques de droit luxembourgeois restent bien capitalisées et leur ratio de liquidité est resté stable, largement au-dessus des normes prudentielles. Les corrections de valeurs nettes dans les livres des banques de droit luxembourgeois ont été réduites. Les actifs sur pays émergents à risque diminuent par rapport aux fonds propres, tandis que les relations intra-groupe s'intensifient, surtout au niveau des créances interbancaires. Le volume des crédits envers les entreprises non-financières poursuit sa baisse entamée en 2002, bien qu'à un rythme ralenti. Les crédits envers les ménages résidents sont en augmentation, poussés notamment par la croissance du crédit immobilier. La bonne qualité des avoirs du secteur en général est maintenue ; la part des engagements à problèmes dans le total des engagements importants s'est stabilisée à un niveau très modeste. La consolidation bancaire se traduit par une réduction continue du nombre de banques.

Au niveau du volume des activités bancaires, mesurées par la somme de bilan, le ratio de concentration se maintient stable. Néanmoins, au niveau des activités bancaires, mesurées par la somme de bilan, la concentration se maintient désormais au même niveau.

Les établissements de crédit de droit luxembourgeois semblent dans l'ensemble bien munis pour affronter des risques potentiels d'instabilité vu le renforcement de la rentabilité, le niveau de capital confortable, le contrôle des risques d'actifs et du marché et la disponibilité de liquidités. Certains signes d'optimisme sont perceptibles au niveau international et national ; cependant des turbulences financières, économiques ou politiques restent possibles. De plus l'évolution des marchés et du cadre réglementaire, la délocalisation de certaines activités, la consolidation ou l'internationalisation comportent des défis qui méritent un suivi particulier du point de vue de la stabilité financière. Une vigilance particulière de la part des acteurs de marché ainsi que des autorités reste de mise. Les risques de crise ne sont pas évidents, mais leurs conséquences potentielles pourraient être significatives.

Les indicateurs macroprudentiels de la BCL sont publiés de façon régulière. Une analyse plus détaillée à ce sujet est parue en avril 2005 dans son bulletin spécial consacré à la stabilité financière, comme ce fut déjà le cas en 2002 et en 2004.

Il serait souhaitable de pouvoir compléter les indicateurs par des informations qualitatives sur des établissements individuels, notamment ceux à envergure systémique.

Sur le plan international, les indicateurs macroprudentiels deviennent un outil de plus en plus éminent. Le Fonds monétaire international (FMI) a renforcé ses efforts dans ce contexte et s'est concentré sur le développement d'un guide pour l'établissement d'indicateurs de solidité financière (ISF). De plus, les services du FMI coordonnent à partir de 2004 l'établissement d'ISF pour une soixantaine de pays. La BCL coordonne ces travaux au niveau national.

2.7.1.2 Coopération internationale

Au niveau du SEBC, la BCL participe aux travaux du Comité de surveillance bancaire dont l'objet consiste entre autres à analyser et à suivre les développements conjoncturels et structurels dans le secteur bancaire européen du point de vue de la stabilité financière.

La BCL participe par ailleurs depuis 2004 aux travaux du *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) mis en place par la Commission européenne comme comité de niveau 3 dans le cadre de la structure Lamfalussy concernant la surveillance bancaire.¹

¹ Le dispositif Lamfalussy distingue 3 niveaux. Le niveau 1, législatif, le niveau 2, les comités de réglementation dans les différents secteurs financiers qui assistent la Commission européenne, et finalement le niveau 3, les comités de surveillance.

² La BCL est l'agent technique désigné par l'opérateur RTGS-L Gie pour le système Lips-Gross.

2.7.2 **La surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres**

2.7.2.1 Surveillance permanente

En 2004, la BCL a continué d'exercer sa mission de surveillance des opérateurs et agents techniques des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres notifiés par la BCL à la Commission européenne le 12 février 2001.

La surveillance de la BCL porte sur les opérateurs RTGS-L Gie (Lips-Gross), SYPAL Gie (Lips-Net) et Clearstream Banking Luxembourg. Par ailleurs les agents techniques suivants sont soumis à la surveillance de la BCL : la BCL² pour Lips-Gross, Cetrel pour Lips-Net et Clearstream Services pour Clearstream Banking Luxembourg.

Afin d'éviter tout conflit d'intérêt entre ses missions opérationnelles en matière de systèmes de paiement et ses missions de surveillance, et conformément aux principes du FMI en ce domaine, la BCL opère une stricte séparation interne entre ces deux activités.

2.7.2.2 Coopération internationale

Dans le cadre des travaux du *"Payment and Settlement Systems Committee"* (PSSC) au niveau du SEBC, la BCL a contribué à des questions relatives à la stabilité financière et aux risques systémiques, notamment en matière de surveillance des systèmes de paiements de gros et de détail.

La BCL a également été invitée à participer aux travaux du *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) de la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle qui a notamment pour objet la comparaison des différentes pratiques de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres mis en oeuvre par les banques centrales.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

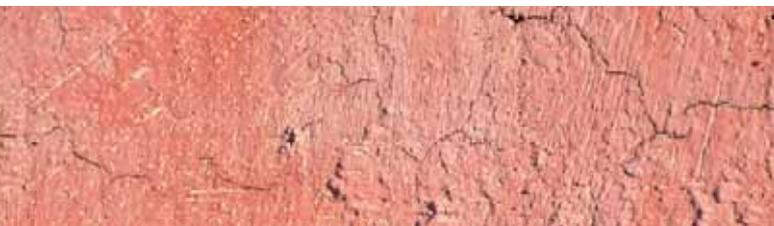
2.7.2.3 Normes pour les systèmes de règlement des opérations sur titres

La BCL a activement participé à l'élaboration par le groupe de travail commun ESCB-CESR (*European System of central banks - Committee of European Securities Regulators*) de standards pour les activités de compensation et de règlement des opérations sur titres. Ces normes, qui ont été approuvées par le Conseil des gouverneurs de la BCE et publiées en octobre 2004, entreront en application après l'élaboration d'une méthodologie d'évaluation. Des travaux dans ce but sont actuellement en cours.

2.7.3 **Autres activités**

Outre sa participation au sein du SEBC aux travaux relatifs à la gestion de crises, la BCL participe également au groupe de travail commun ESCB-CEBS dont l'objectif principal se réfère à l'étude de lignes directrices pour la gestion de crises financières ainsi qu'aux mécanismes de coopération et d'échange d'informations entre autorités au niveau national et au niveau de l'Union européenne.

Sur le plan national, la mise en place d'un schéma de coopération institutionnel légal et contractuel couvrant aussi bien la prévention que la gestion de crises financières, a fait l'objet d'une proposition de la BCL transmise au gouvernement.





3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3.1 L'activité au niveau européen

3.1.1 L'élargissement de l'Union européenne

Depuis le 1^{er} mai 2004, l'Union européenne compte dix nouveaux États membres, à savoir la République tchèque, l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovénie et la Slovaquie. Ce même jour les banques centrales nationales des nouveaux États membres ont intégré le Système européen de banques centrales (SEBC) et leurs gouverneurs respectifs sont devenus membres du Conseil général de la BCE. Elles sont également devenues parties à l'accord du 1^{er} septembre 1998 entre la BCE et les BCN des États membres n'appartenant pas à la zone euro sur le mécanisme de taux de change pendant la troisième phase de l'UEM, dit MCE II. Celui-ci comprend, comme son prédécesseur le MCE I, des cours pivots, des marges maximales de fluctuation, des interventions et des financements. Le 28 juin 2004, la couronne estonienne, le litas lituanien et le tolar slovène ont rejoint le MCE II.

La BCL a participé à de nombreux travaux préparatoires, notamment au cinquième séminaire sur le processus d'adhésion à l'Union européenne, organisé conjointement par la Banque de France et la BCE, en mars 2004.

L'élargissement conduit à de nouveaux équilibres au sein du SEBC. Il conduit à une clarification du concept Eurosystème utilisé depuis l'introduction de l'euro par 11 États membres le 1^{er} janvier 1999. L'Eurosystème est formellement défini dans la nouvelle version du règlement intérieur de la BCE approuvé par le Conseil des gouverneurs du 19 février 2004.

L'élargissement est à l'origine de la modification de l'Article 10.2 des Statuts du SEBC et de la BCE, entrée en vigueur le 1^{er} juin 2004 après approbation par les 15 États membres. 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. À 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 excédera 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 États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation et
- la part dans le bilan agrégé total des institutions financières monétaires (IFM) des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation.

Cette deuxième composante répond à la nécessité de prendre en compte l'importance respective du secteur financier des États 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.

Le premier rapport de la BCE sur la convergence des nouveaux États membres a été adopté par le Conseil général de la BCE en octobre 2004.

En vertu de l'article 29 des statuts du SEBC et de la BCE, les parts des BCN dans la clé de répartition du capital de la BCE sont pondérées en fonction de la part de chacun des États membres concernés dans la population totale et le produit intérieur brut de l'Union européenne, à proportion égale, sur la base des données notifiées à la BCE par la Commission européenne. Ces pondérations sont adaptées tous les cinq ans, la dernière modification ayant pris effet le 1^{er} janvier 2004.

Conformément à l'article 49.3 des statuts du SEBC, qui a été ajouté aux statuts par le traité d'adhésion, le capital souscrit de la BCE est automatiquement augmenté lorsqu'un nouvel État membre adhère à l'Union européenne et que sa BCN entre dans le SEBC. Par conséquent, le 1^{er} mai 2004, le capital souscrit de la BCE a été porté à 5 564 669 247,19 euros.

Les BCN faisant partie de l'Eurosystème sont tenues de libérer intégralement leur part dans le capital souscrit. Au 1^{er} mai 2004 la souscription de la BCL au capital de la BCE s'élevait à 8 725 401,38 euros. La participation de la BCL dans le capital de la BCE a augmenté le 1^{er} janvier 2004 de 0,1492% à 0,1708% pour retomber à 0,1568% le 1^{er} mai 2004.

La valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les membres de l'Eurosystème par application de la clé de répartition des billets. Pour la BCL cette clé est, depuis le 1^{er} mai 2004, de 0,2020%. La clé de répartition des billets est le pourcentage qui résulte de la prise en compte de la part de la BCE dans l'émission totale des billets en euros (8%) et de l'application de la clé de répartition du capital souscrit à la part des BCN de l'Eurosystème (71,4908%) dans ce total.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3.1.2 Le Pacte de stabilité et de croissance

Le débat relatif au Pacte de stabilité et de croissance conclu en 1997 en vue du passage à la troisième phase de l'UEM, fut au cœur des discussions en matière de gouvernance économique de l'Union européenne en 2004 jusqu'au mois de mars 2005.

Le 13 juillet 2004, la Cour de Justice des Communautés européennes a rendu un arrêt relatif aux actes adoptés par le Conseil de l'Union européenne le 25 novembre 2003 en relation avec les procédures concernant les déficits excessifs en Allemagne et en France.

La Commission européenne a publié dès le 3 septembre 2004 une communication relative au renforcement de la gouvernance économique et à la clarification de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE insiste sur l'importance du respect du Pacte et considère comme utile une amélioration de la mise en œuvre du volet préventif. Il n'est pas en faveur d'un changement formel du Pacte. Il insiste en particulier sur le respect de la procédure concernant les déficits excessifs.

Le débat a abouti à une réforme du Pacte de stabilité et de croissance en mars 2005. Plus précisément, le Conseil européen des 22 et 23 mars 2005 a entériné le rapport du Conseil de l'Union européenne du 20 mars 2005 portant sur l'amélioration de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance; il a approuvé les conclusions et propositions qui y figurent. Une modification devra être apportée aux règlements (CE) nos 1466/97 et 1467/97 du Conseil de l'Union européenne.

Le Conseil des gouverneurs est sérieusement préoccupé par les modifications apportées au Pacte de stabilité et de croissance.

Des politiques budgétaires saines et une politique monétaire axée sur la stabilité des prix sont essentielles pour le succès de l'Union économique et monétaire, constituant des conditions indispensables à la stabilité macroéconomique. Il est important que l'ensemble des parties concernées assument leurs responsabilités respectives et que les règles révisées du Pacte de stabilité et de croissance soient mises en œuvre d'une manière rigoureuse et cohérente, propice à la conduite de politiques budgétaires prudentes.

3.1.3 Les Comités consultatifs

3.1.3.1 Le Comité économique et financier (CEF)

Un représentant de la BCL participe au CEF. Le CEF est composé de représentants des Trésors ou Ministères des finances et des banques centrales des États membres de l'UE ainsi que de la Commission et de la BCE. Le CEF est chargé entre autres selon le Traité, "de suivre la situation économique et financière des États membres et de la Communauté et de faire rapport régulièrement au Conseil ECOFIN et à la Commission". Le CEF contribue à la surveillance multilatérale dont le but est de vérifier si les politiques économiques des États membres sont conformes aux grandes orientations des politiques économiques et au Pacte de stabilité et de croissance. Le CEF a été consulté au sujet de cours pivots par rapport à l'euro de la couronne estonienne, du litas lituanien et du tolar slovène dans le mécanisme de change II (MCE II) et des cours d'intervention obligatoire applicables à compter du 28 juin 2004. Le CEF traite également les dossiers relatifs à la politique économique discutés aux réunions informelles du Conseil ECOFIN auxquelles le Président de la BCL participe.

Le Comité se réunit en composition plénière six fois par an. Il se réunit aussi en composition restreinte. En particulier, la BCE participe à l'Eurogroup Working Group où elle assiste en qualité de représentant de l'Eurosystème.

3.1.3.2 Le Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements

Sur le plan des statistiques européennes et dans le contexte de la mission de l'Office statistique des Communautés européennes (EUROSTAT), le Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (CMFB) a pour tâche notamment de se prononcer sur le développement et la coordination des catégories de statistiques qui sont requises dans le cadre des politiques appliquées par le Conseil, la Commission et les différents comités qui les assistent. Dans le CMFB sont représentés les banques centrales, les instituts statistiques nationaux ainsi que la Commission et la BCE. Sous l'égide de ce Comité, fonctionnent des groupes de travail et des "task forces" ayant des objets spécifiques. La BCL a contribué activement aux travaux menés dans cette enceinte en 2004. Des progrès ont pu être réalisés notamment sur le plan des statistiques de comptes financiers, de balance des paiements, de services financiers, de finances publiques ainsi que de comptes nationaux.

3.2 L'activité au niveau national

3.2.1 L'actualité législative

3.2.1.1 La titrisation

Dans le rapport annuel précédent, le projet de loi relatif à la titrisation, déposé par le Ministre du Trésor et du Budget ainsi que l'avis rendu à cet égard par la BCE (3.3.1.1) ont été présentés. Ce projet a été adopté sous la forme de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

3.2.1.2 Prévention du blanchiment et du financement du terrorisme

Loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme portant transposition de la directive 2001/97/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 décembre 2001 modifiant la directive 91/308 du Conseil relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment des capitaux et modifiant : 1. le code pénal ; 2. le code d'instruction criminelle ; 3. la loi modifiée du 7 mars 1980 sur l'organisation judiciaire ; 4. la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ; 5. la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier (...).

La "deuxième directive" européenne sur la prévention de blanchiment des capitaux (la directive 2001/97/CE) étend les infractions primaires susceptibles de donner lieu à des opérations de blanchiment ainsi que le champ d'application des personnes visées par la prévention des opérations de blanchiment et de financement du terrorisme. Comme le législateur luxembourgeois avait anticipé cette évolution par une loi du 11 août 1998 portant introduction de l'incrimination des organisations criminelles et de l'infraction de blanchiment au code pénal et que le droit national était déjà en conformité avec cette directive, la loi du 11 novembre 2004 prévoit quelques adaptations supplémentaires.

La Banque centrale du Luxembourg (la "Banque") est sujette, conformément à l'article 33(3) de sa loi organique du 23 décembre 1998, à une obligation d'information du procureur d'État si elle découvre des faits susceptibles de constituer l'indice de blanchiment ou d'un financement du terrorisme.

La direction de la Banque a, dès le mois de septembre 2004, décidé de renforcer la surveillance de l'émission de signes monétaires au public et aux professionnels et de mettre à jour sa procédure interne de caisse publique. Comme membre de l'Eurosystème et comme établissement public, la Banque a institué une procédure de contrôle interne analogue à celle prévue pour les établissements de crédit et entreprises d'investissement. Ainsi notamment les transactions au-delà d'un montant de EUR 15 000 sont sujettes à une validation préalable par le *compliance officer* après une identification élargie du client.

Ce renforcement de la surveillance est sans préjudice de la compétence de la Banque en matière de surveillance des systèmes de paiement et de règlement d'opérations sur titres faisant suite à la déclaration publique de la Banque centrale européenne (BCE) du 1^{er} octobre 2001 (circulaire externe BCL 2002/172).

La BCE, consultée par le Conseil de l'Union européenne, a rendu son avis en février 2005. Elle accueille favorablement le projet. Elle demande que les Banques centrales soient visées en leur qualité spécifique et non par assimilation à d'autres catégories professionnelles. Dans le domaine des systèmes de paiement, elle demande, sur la base de l'expérience luxembourgeoise, et de la circulaire BCL en ce domaine, que les opérateurs de systèmes de paiement assurent la traçabilité de l'entrée et de la sortie des ordres au sein de ces systèmes.

Par ailleurs, la directive définit son champ d'application de manière large en combinant, pour la qualification des infractions graves, une liste précise d'infractions avec une disposition générale impliquant les délits passibles de peine de prison d'au moins 6 mois.

Pour l'application de cette disposition, il appartient aux États de fixer le régime de double incrimination, respectivement dans l'État requérant et dans l'État requis, pour permettre la poursuite d'une infraction sur le territoire d'un autre État.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3.2.1.3 La mise en garantie de prêts bancaires auprès de la Banque centrale du Luxembourg

Une étude a été publiée dans le bulletin 2004/3 de la BCL qui traite de la mise en garantie de prêts bancaires auprès de la Banque centrale du Luxembourg au regard du secret bancaire luxembourgeois.

Cette étude fait suite à l'approbation par le Conseil de gouverneurs du principe de l'intégration dans la liste unique des titres admis en garantie, des prêts bancaires "bankloans" de l'ensemble de la zone euro. Elle a été discutée au Comité des juristes de la BCL.

Les informations que la BCL sera amenée à recevoir dans le cadre de la mobilisation de prêts bancaires portent sur le client (identité, localisation, éventuellement sa notation par la banque, etc.) et son patrimoine, en particulier sur sa dette vis-à-vis de la banque, qui est constituée par le prêt bancaire. Ces informations sont couvertes par les règles en matière de secret bancaire.

3.2.1.4 Réaménagement institutionnel

Dans son champ de compétence, la Banque prête son concours aux réaménagements institutionnels opportuns pour la place financière du Luxembourg.

Au plan européen, les renforcements sont en cours pour accroître les capacités de réglementation et de coordination dans le domaine financier, en particulier celui de la stabilité financière et de la prévention et de la gestion des crises. De tels renforcements appellent des prolongements au niveau national avec un renforcement de la coopération entre la Banque centrale et les autorités publiques.

La modification de la Constitution luxembourgeoise, intervenue en 2004, avec l'introduction d'un nouvel article permettant l'octroi d'un pouvoir réglementaire à des autorités publiques, ouvre des perspectives utiles.

La dissolution de l'IBLC au 1^{er} janvier 2002 appelle un nouveau cadre légal pour les missions statistiques dans le domaine de la balance de paiements au Luxembourg.

Le Président de la BCE a écrit en juillet 2004 au Gouvernement luxembourgeois aux fins que le dispositif légal soit mis en place pour assurer la bonne exécution des nouvelles mesures décidées par la BCE imposant la collecte d'informations auprès d'un grand nombre d'agents économiques tels que fonds d'investissement, sociétés d'assurances ou émetteurs de titres, qui jusqu'à présent ne sont pas soumis à des obligations de "reporting" à l'égard de la Banque centrale.

Une autre question pourrait faire l'objet d'une modification des dispositions organiques de la Banque centrale ; dans une recommandation du 21 octobre 2004, la BCE invite chaque État membre participant à la zone euro à se doter d'une législation spécifique conférant l'immunité d'exécution, sur son territoire, aux actifs comprenant au moins les réserves de change, appartenant aux Banques centrales étrangères ou détenues par celles-ci.

3.2.2 Les Comités BCL

Les comités consultatifs de la BCL regroupent des experts en vue de l'assister dans certains domaines spécifiques d'activité.

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](#)

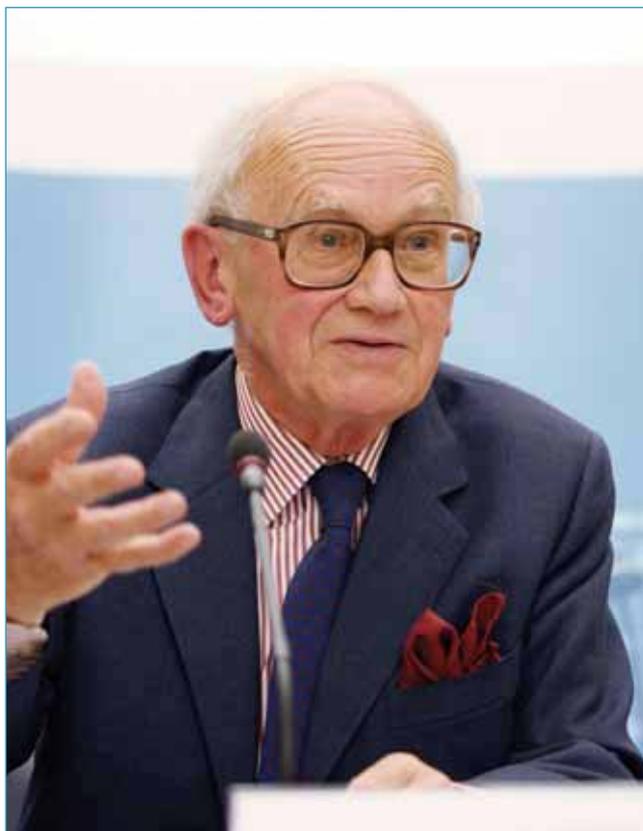
Les travaux de ces comités sont présentés dans les parties correspondantes du présent rapport annuel.

3.2.3 Les actions de formation de la BCL

La BCL a mis sur pied un système interne de cours sur des sujets de sa compétence directe tels, "l'UEM et la BCL", "Stratégie et instruments de la politique monétaire", "Monetary policy operations", "Systèmes de paiements et de livraisons-titres". Ces cours peuvent, sous certaines conditions, être dispensés à l'extérieur.

La BCL est actionnaire de l'Agence de Transfert de Technologie Financière (ATTF) qui vient de célébrer son cinquième anniversaire. L'ATTF développe des activités de formation, notamment en utilisant le réseau de coopération entre banques centrales. Des agents de la BCL ont animé des séminaires de l'ATTF pour des banquiers et des responsables venant de pays tiers, notamment de Bosnie-Herzégovine, d'Égypte, de Mongolie, d'Ouzbékistan et de Serbie.

En 2004 une dizaine d'agents de la Bank of Mongolia ont effectué des stages de courte durée auprès de la BCL. Dans le cadre de programmes d'échange, la BCL a accueilli des étudiants japonais et polonais.



Baron Alexandre Lamfalussy

Le 26 octobre 2004, le Baron Alexandre Lamfalussy était l'orateur de la deuxième Pierre Werner Lecture organisée dans les locaux de la Banque centrale du Luxembourg, sur le thème *Central Banks and Financial Stability* et qui traitait de la contribution des banques centrales à la supervision des intermédiaires et du système financier. Pour l'orateur, les banques centrales ont un rôle essentiel dans le domaine de la prévention des crises. Il leur appartient d'approvisionner en liquidités le système financier ou des institutions individuelles. Elles jouent un rôle essentiel à l'égard de paiements et contribuent à accroître la capacité de résistance du système. Le rôle concret des banques centrales dans la régulation et supervision bancaire est un sujet de grande actualité. De nouveaux arrangements des dispositifs nationaux et des progrès au niveau européen sont envisagés. Ils pourraient être encouragés par le renforcement de l'Eurogroupe. Monsieur Lamfalussy suggère d'exploiter les possibilités du Traité de Madrid pour élargir les compétences exercées à ce jour par l'Eurosystème.

3.2.4 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. 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 2004, la quote-part du Luxembourg, reprise intégralement dans le bilan de la BCL, s'élevait à DTS 279,1 millions. À 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 32,13% 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 2004, la BCL a octroyé des crédits pour un montant de 52,7 millions d'euros et s'est vue rembourser la somme de 11,5 millions d'euros.

À la fin de l'année 2004, le Luxembourg détenait 58,0% de son allocation de DTS (contre 48,9% en 2003) suite à l'accumulation des intérêts nets reçus sur les comptes en DTS et sur la position de réserve. En date du 31 décembre 2004, le montant inscrit au compte DTS s'élevait à DTS 9,8 millions.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

La BCL a également participé à certains groupes de travail au sein de l'OCDE et de la BRI. Outre ses contributions dans le domaine de la stabilité financière, 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.

3.2.5 Les manifestations extérieures

3.2.5.1 Les relations extra-européennes

Le président de la BCL a participé à la 11^{ème} réunion annuelle des gouverneurs des banques centrales des pays francophones qui était organisée par la Banque de France en juin 2004. Les quelque trente gouverneurs participants ont discuté entre autres de l'impact des nouvelles normes internationales sur la stabilité financière et de la coopération internationale en matière de lutte contre le blanchiment. L'intervention du Président lors de cette réunion s'intitulait "La stabilité financière - Des enjeux des nouvelles normes internationales au rôle de la banque centrale".¹

En juillet 2004 le président de la BCL s'est rendu en mission en Asie. Il a rencontré à Hong Kong des représentants des institutions financières et s'est rendu en Mongolie afin de renforcer les relations bilatérales avec la Bank of Mongolia, notamment en matière d'assistance technique. Le 16 juillet 2004, Monsieur Mersch assistait à Singapour à un séminaire de haut niveau avec l'Autorité monétaire de Singapour, des dirigeants des banques centrales de l'Asie de l'Est, le président de la BCE et 11 autres gouverneurs du SEBC. Le séminaire portait entre autres sur l'émergence de l'Asie de l'Est dans l'économie mondiale ainsi que sur le rôle des devises internationales et leur utilisation dans le commerce et les investissements en Asie.

En Amérique latine, le président de la BCL a participé au deuxième séminaire de haut niveau entre l'Eurosysteme et les banques centrales de l'Amérique latine qui s'est tenu le 26 novembre à Rio de Janeiro. Ce séminaire, organisé conjointement par le Banco Central do Brasil, la BCE et le Banco d'España, a fourni l'occasion de discuter de l'environnement budgétaire, externe et financier sous lequel les banques centrales doivent s'acquitter de leur mission.

La BCL a participé durant l'automne 2004 à des missions officielles en République populaire de Chine et dans les États du Golfe. Durant le courant de l'année, la coopération avec d'autres banques centrales, et notamment avec le *Banco de Cabo Verde* et la *National Bank of Cambodia*, a été renforcée.

3.2.5.2 Réunions à Luxembourg de Comités et de Groupes de travail

Le Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement (CSPR) de la BRI a tenu la 5^{ème} réunion de son groupe de travail, *Oversight of Payment and Settlement Systems*, les 8 et 9 juin 2004 auprès de la Banque centrale du Luxembourg. Le Groupe de travail a été mis en place en vue d'analyser et de comparer l'exercice de la fonction de surveillance (oversight) des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, telle que pratiquée par différentes banques centrales. Les banques centrales contribuent directement à la stabilité financière en offrant des comptes pour le règlement des paiements et du volet "cash" des transactions sur titres et en exerçant la surveillance de ces systèmes. Un nombre important de banques centrales assument des responsabilités particulières en matière de stabilité financière.

Le *Banknote Committee* (BANCO) de la Banque centrale européenne s'est réuni les 17 et 18 juin 2004 dans les locaux de la Banque centrale du Luxembourg. Les tâches actuelles du BANCO consistent en la coordination des questions de production des billets en euros, y compris les questions de recherche et de développement, ainsi que des questions concernant la gestion et la surveillance de la circulation, dont la gestion des stocks, la qualité des billets en circulation et le faux monnayage.

La BCL a poursuivi ses contacts avec les institutions et organismes européens à Luxembourg. En décembre 2004, la Direction de la Banque a reçu les six membres luxembourgeois du Parlement européen élus lors des élections du 13 juin 2004.

¹ Les discours de la direction de la BCL sont téléchargeables sur son site Internet, www.bcl.lu sous la rubrique "Média et actualités".

3.2.5.3 Autres



Le buste, sculpté par l'artiste Amar Nath Sehgal et offert par la famille Werner, est maintenant placé dans le hall d'entrée du bâtiment qui porte le nom de Monsieur Werner.

Début janvier 2005 la Direction, en association avec le personnel, a décidé de faire un don en faveur des victimes du tsunami qui a frappé l'Asie. Le don de la BCL va au fonds spécial créé par le Consul honoraire du Sri Lanka au Luxembourg. Ce fonds finance le projet de reconstruction du village Kosgoda au Sri Lanka.

3.3 La communication de la BCL

3.3.1 Déclaration de Mission de l'Eurosystème et positionnement de la BCL

En janvier 2005, soucieux de fournir des indications concrètes et tangibles sur la manière dont il exécute ses missions et réalise les objectifs que le Traité et les Statuts du SEBC lui assignent, l'Eurosystème rend public la Déclaration de mission, ses Orientations stratégiques et ses Principes d'organisation adoptés par le Conseil des gouverneurs.

La BCL avait formulé sa Déclaration de mission en octobre 2002. Elle a été mise en accord avec la Déclaration du SEBC. La BCL, qui contribue entièrement à la réalisation des missions qui lui sont assignées aux côtés de la BCE et des autres banques centrales ayant adopté l'euro, partage les objectifs, les valeurs et les principes de l'Eurosystème. Elle entend se positionner comme un centre de compétence, voire d'excellence, dont la performance générale génère la confiance du public dans sa banque centrale. Ses valeurs d'entreprise sont le professionnalisme, la qualité, la stabilité, l'objectivité et l'intégrité.

3.3.2 Les bulletins périodiques

En 2004, la BCL a diffusé quatre bulletins, dont un consacré à la stabilité financière. Outre les messages d'actualité et les rapports économiques et financiers sur l'économie européenne et luxembourgeoise, les différents bulletins de la BCL ont contenu les analyses suivantes :

Bulletin No 2004/1

- Le secteur financier luxembourgeois en 2003 ;
- Risque de contagion du marché interbancaire luxembourgeois ;
- Crises management.

Bulletin No 2004/2

- Les finances publiques luxembourgeoises : état des lieux et perspectives ;
- La courbe de Phillips néo-keynésienne : résultats empiriques pour le Luxembourg.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

Bulletin No 2004/3

- La mise en garantie de prêts bancaires auprès de la Banque centrale du Luxembourg au regard du secret bancaire luxembourgeois ;
- Impact des mesures prises par les autorités publiques sur les prix à la consommation ;
- Die Eurobargeldeinführung und regionale Preisunterschiede : Ist seitdem etwas passiert? ;
- La persistance de l'inflation au Luxembourg : Une analyse au niveau désagrégé.

Bulletin No 2004/4

- Utilisation des instruments de paiement au Luxembourg ;
- Evolution de l'impact des fusions bancaires sur l'emploi dans les banques ;
- La position extérieure globale du Luxembourg ;
- Rigidités nominales et persistance de l'inflation.

3.3.3 Les cahiers d'études

Les cahiers d'études de la BCL publient les résultats des recherches effectués par des agents de la BCL. En 2004, deux cahiers d'études ont été publiés :

N° 11 : *The new Keynesian Philips curve: empirical results for Luxembourg*, par Ieva Rubene et Paolo Guarda, Juin 2004.

Ce cahier d'études arrive à la conclusion que les entreprises au Luxembourg ajustent fréquemment leurs prix, mais généralement sur la base de raccourcis rétrospectifs plutôt que sur des anticipations prospectives. Cette flexibilité des prix au Luxembourg suggère une relative absence de rigidités nominales. Néanmoins, la prévalence d'un comportement rétrospectif dans la fixation des prix peut être une source de persistance de l'inflation, ce qui augmente le taux de sacrifice afférant à toute politique monétaire désinflationniste. Cependant, du point de vue des entreprises individuelles, un comportement rétrospectif dans la fixation des prix peut être qualifié de rationnel dans une petite économie très ouverte et donc vulnérable aux chocs externes. Ces caractéristiques de l'économie luxembourgeoise peuvent impliquer un accroissement des coûts pour la collecte de l'information et une diminution des avantages d'un ajustement des prix vers leur niveau optimal.

N° 12: *Inflation persistence in Luxembourg: A comparison with EU 15 countries at the disaggregate level*, par Thomas Y. Mathä et Patrick Lünemann, Novembre 2004.

Pour les autorités monétaires et les banques centrales, il est essentiel de savoir avec quelle rapidité le taux d'inflation revient à son niveau d'équilibre après un choc afin d'évaluer l'impact de la politique monétaire à court terme. Ainsi, une vaste littérature analysant le degré de persistance de l'inflation a vu le jour au cours de ces dernières années. Le cahier d'études numéro 12 analyse le degré de persistance de l'inflation au Luxembourg au niveau le plus désagrégé de l'indice des prix à la consommation harmonisé. Dans un second temps, ce degré de persistance est comparé à celui de l'UE15, de la zone euro et des autres pays membres.

3.3.4 Le site Internet

Le site Internet de la BCL, www.bcl.lu, contient des informations d'actualité ainsi que des informations sur l'organisation de la Banque et ses services. Il comporte des liens vers la BCE et les autres banques centrales du SEBC.

Une nouvelle version du site, davantage destinée au grand public, a été mise en ligne en 2004. Outre un lifting esthétique, le site bénéficie d'une nouvelle structure et d'une modernisation technique. La nouvelle version du site propose désormais aux visiteurs un moteur de recherche performant, une liste de diffusion paramétrable et des informations clairement structurées, en fonction notamment des différents publics de la BCL : professionnels de la place financière, médias, universitaires, numismates...

Le portail a pour vocation de jouer un rôle croissant dans la diffusion des publications de la BCL. Il est présenté en français et en anglais et les documents sont diffusés en version originale (française, anglaise ou allemande).

Toutes les publications de la BCL peuvent être consultées et téléchargées sur le site www.bcl.lu ou obtenues en format papier auprès de la BCL et ce dans la limite des stocks disponibles.

3.3.5 La Bibliothèque

En 2004, la BCL a inauguré sa nouvelle bibliothèque. Grâce à la coopération avec la Bibliothèque nationale (BnL), la BCL a pu rejoindre le réseau des bibliothèques luxembourgeoises et adopter le programme Aleph de gestion de bibliothèques, utilisé par nombre d'autres banques centrales. La bibliothèque comprend à ce jour plus de 9 000 publications relatives aux affaires monétaires, financières, économiques et juridiques de la zone euro, notamment en provenance d'organisations internationales (Banque mondiale, FMI, OCDE, BRI, Commission européenne...) et de banques centrales. La bibliothèque détient également de nombreux CD-Roms (de revues spécialisées, études, statistiques, législation...) ainsi que des possibilités d'accès à des bases de données.

La bibliothèque est accessible au public sur demande préalable par e-mail (bibliotheque@bcl.lu) ou par fax (+352 4774 4910).





4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.1 L'organisation de la BCL

4.1.1 Le Conseil et le Comité d'audit

Le Conseil

Les compétences du Conseil de la Banque sont définies à l'article 6 de la loi du 23 décembre 1998.

Les membres de la Direction sont membres de plein droit et en 2004, la composition du Conseil de la BCL était la suivante :

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

Par décision du Gouvernement en Conseil du 4 juin 2004, le mandat de Monsieur Patrice Pieretti à été renouvelé pour une période de 6 ans.

L'indemnité mensuelle des membres du Conseil est fixée à 100 points indiciaires (valeur employé) pour le Président et à 40 points indiciaires (valeur employé) pour les autres membres.

Au cours de l'année 2004, 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 2003, les axes budgétaires et subséquemment le budget et l'organigramme du personnel pour l'exercice financier 2005. Dans sa réunion du 16 avril 2004, le Gouvernement en Conseil a décidé d'accorder décharge aux organes de la Banque pour l'exercice financier 2003. 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 2005. 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 arrêté les grandes lignes de la gestion des avoirs exercée par la Banque et a été informé du résultat des "business cases" de la BCL, à savoir, la frappe des pièces et la commercialisation des produits numismatiques luxembourgeois, la coopération internationale et l'offre de services à des tiers, l'activité de formation ainsi que la rémunération de l'activité d'oversight des systèmes de paiement et des opérations de règlements sur titres.

- 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.

Le Comité d'audit

Le Comité d'audit a été créé par le Conseil lors de sa réunion du 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 (articles 6 (c) et 29 (1) de la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg) et dans les travaux du réviseur aux comptes de la BCL (articles 6 (f) et 16 de la loi).

Le Comité d'audit a un rôle de préparation et ne prend pas de décisions. Il fait rapport au Conseil sur ses travaux et est composé de 3 membres non exécutifs du Conseil et du Président du Conseil. Il 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.

Les membres du Comité d'audit sont nommés par le Conseil pour un mandat d'un an renouvelable. Présidé par un de ses membres non exécutifs, le Comité d'audit poursuit 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 (article 16 de la loi) ;
- Il est informé du programme d'audit du réviseur aux comptes en vue d'assister le Conseil dans l'analyse des rapports émis par le réviseur aux comptes ;
- 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 d'audit 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 2004, le Comité a tenu 3 réunions. Lors de sa réunion du 9 décembre 2004, le Conseil a procédé à la nomination des membres du Comité d'audit pour l'exercice 2005 : MM. Mathias Hinterscheid, Pit Hentgen et Nico Reyland. Monsieur Yves Mersch est également membre de plein droit en tant que Président du Conseil.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

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.

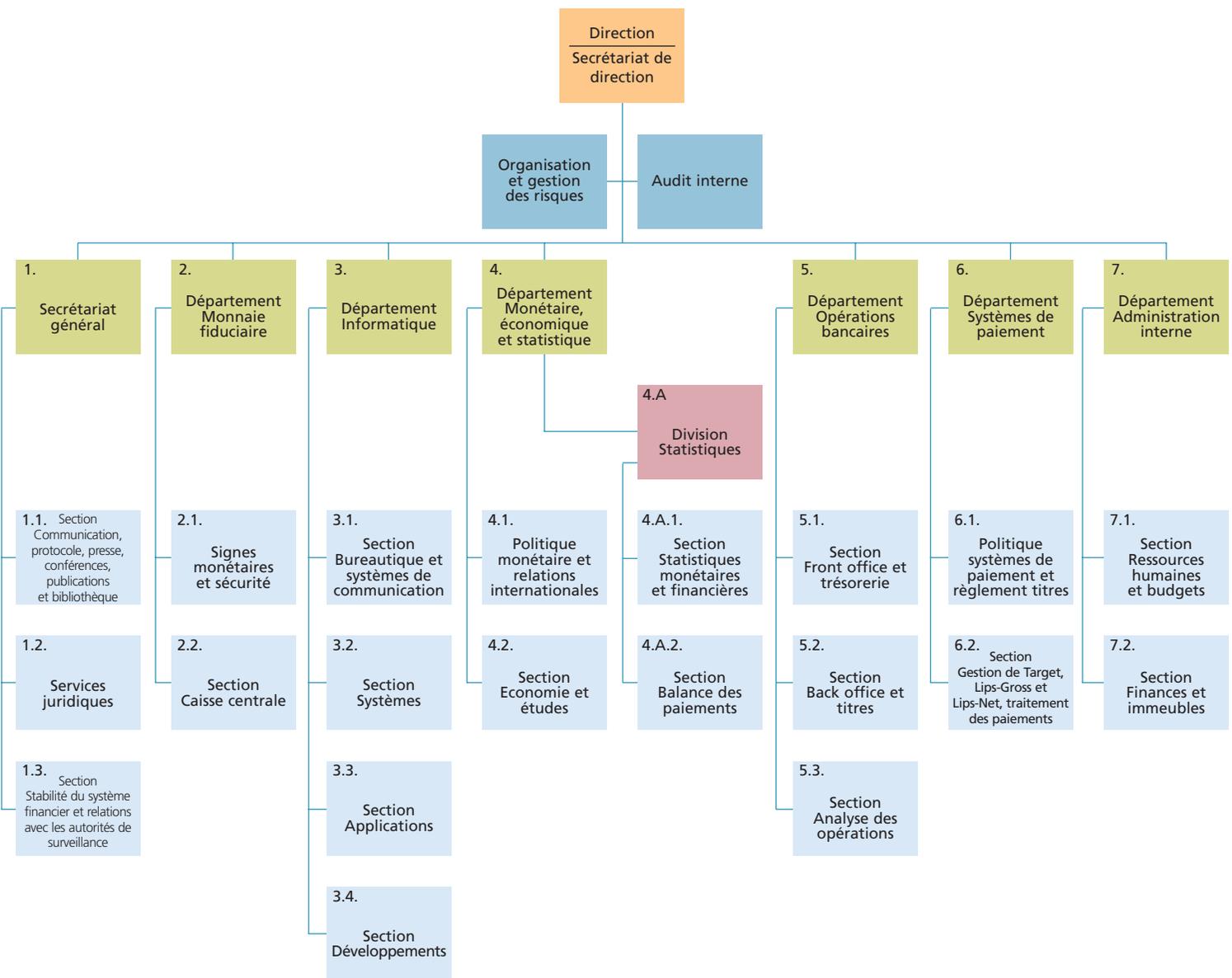
La Direction comprend le Directeur général et deux Directeurs. Les trois membres de la Direction sont nommés par le Grand-Duc, sur proposition du Gouvernement en Conseil pour une période de six ans et les nominations sont renouvelables (art.11). Au cours de l'exercice 2004, les mandats des membres de la Direction ont été renouvelés pour une période de 6 ans. Par arrêté grand-ducal du 8 juin 2004, le mandat du Directeur général étant venu à échéance en date du 31 mai 2004, a été renouvelé. Les mandats des deux Directeurs ont été renouvelés par arrêté grand-ducal du 21 décembre 2004.

L'article 7 (1) de la loi BCL prévoyant que les membres de la Direction sont membres de plein droit du Conseil de la BCL, les mandats des membres de la Direction au sein du Conseil ont été renouvelés par ce biais.

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



4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.2 Le personnel de la BCL

4.2.1 L'évolution des effectifs

Au cours de l'année 2004, le nombre d'agents de la BCL a augmenté de 3% pour atteindre un total de 209 agents au 31 décembre 2004 (direction comprise). Ces agents occupent 198,5 postes en termes d'équivalents temps plein, une augmentation de 1% par rapport à 2003. Le fait que le nombre d'agents ait augmenté davantage que le nombre de postes occupés résulte de l'introduction du travail à temps partiel au cours de l'exercice 2004.

Au 31 décembre 2004, quatorze agents occupaient ainsi un poste à temps partiel :

- travail à temps partiel (50%) : 5 agents
- travail à temps partiel (75%) : 4 agents
- congé pour travail à mi-temps : 5 agents

En plus, trois agents bénéficiaient d'un congé parental à mi-temps et trois agents d'un congé parental à temps complet.

Finalement, deux agents bénéficiaient d'un congé sans traitement et trois agents d'un congé spécial.

En 2004, la BCL a accueilli 10 nouveaux collaborateurs dont 9 agents sous contrat à durée indéterminée et 1 agent sous contrat à durée déterminée. Il s'agit de six agents de la carrière supérieure, trois agents de la carrière moyenne et un agent de la carrière inférieure. En revanche, 4 membres du personnel ont quitté la Banque, dont deux bénéficient d'un congé spécial et un bénéficie d'un congé sans traitement.

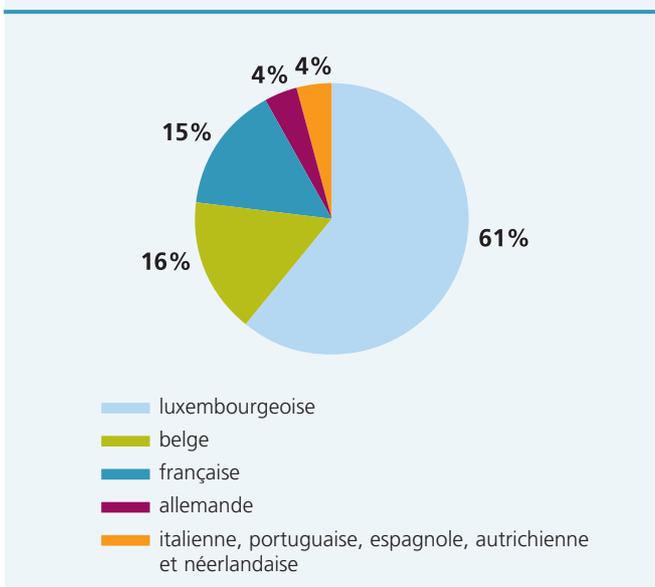
L'organigramme de la BCL pour 2004 a augmenté de 6 postes par rapport à celui de 2003. Cette augmentation est surtout liée à de nouvelles activités.

Un concours a été organisé les 24 et 25 juin 2004 auquel un total de 150 candidats s'étaient inscrits. En plus, la BCL a reçu en 2004 environ 460 demandes d'emploi spontanées et environ 270 candidatures pour un stage ou un emploi de vacances. Comme les années précédentes, le recrutement était axé sur la formation supérieure et le potentiel des candidats.

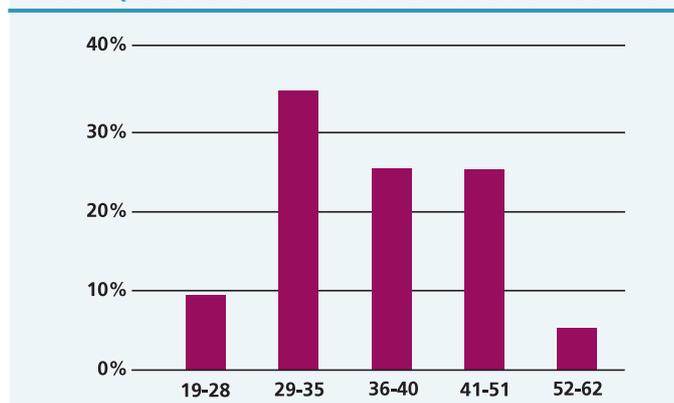
Les agents sont de 9 nationalités différentes ce qui contribue à la diversité du capital humain de la BCL et son enrichissement.

La moyenne d'âge du personnel de la BCL a légèrement augmenté pour passer de 36,45 ans fin 2003 à 37,30 ans au 31 décembre 2004. Les effectifs à cette date se composent de 34% d'agents féminins et de 66% d'agents masculins.

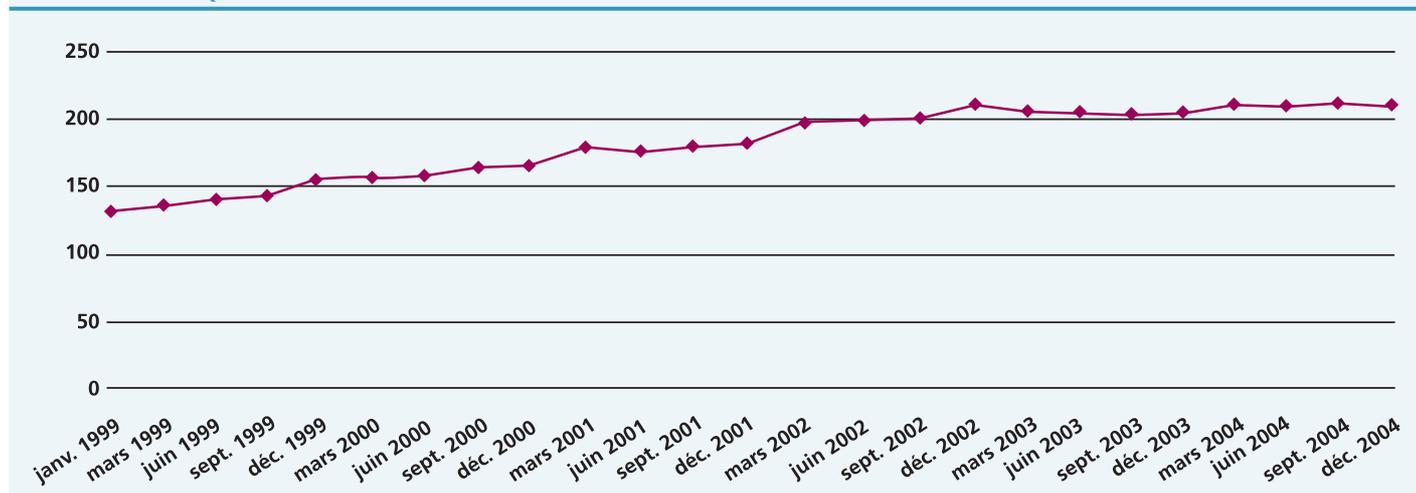
GRAPHIQUE 1 : AGENTS PAR NATIONALITÉ



GRAPHIQUE 2 : RÉPARTITION DES AGENTS PAR CLASSE D'ÂGE



GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DES EFFECTIFS PAR TRIMESTRE DEPUIS LE 1^{er} JANVIER 1999



4.2.2 La gestion des ressources humaines

Le système des entretiens de bilan annuel a été introduit en 2003, et durant 2004 une dimension supplémentaire a été rajoutée. Ainsi, au cours de son entretien annuel, chaque agent fixe, ensemble avec son supérieur hiérarchique, des objectifs, déclinés à partir de la *Balanced Scorecard*, pour la période suivante. La partie rétrospective permet dorénavant de déterminer dans quelle mesure ces objectifs ont été atteints.

La gestion pratique du personnel a également été améliorée par le biais d'un nouveau logiciel intégré. Suite à de nombreux tests et adaptations à la situation particulière de la Banque en matière de statut, de système de rémunération etc., un logiciel permettant entre autres aux agents de faire leurs demandes de congé et de formation "en ligne" a été mis en production au courant de l'année 2004.

4.2.3 La formation du personnel

La Banque entend se positionner comme un centre de compétence, voire d'excellence, dont la performance génère la confiance du public. Les valeurs d'entreprise définies au sein de la BCL doivent permettre à la Banque de s'adapter aux tendances et aux besoins de son environnement. Afin d'être en mesure de satisfaire pleinement à ces attentes, la BCL met un accent particulier sur la formation des nouveaux agents et la formation continue de son personnel.

L'année 2004 a permis de consolider la politique de formation de la Banque qui distingue les programmes de stage, la formation du management et la formation continue.

Le programme des cours fournis en interne par des intervenants de la Banque a été considérablement élargi pour atteindre à la fin 2004 un total de 16 cours ou modules proposés. L'élaboration de l'ensemble de ces cours a demandé un effort considérable à tous les intervenants. L'approche est de partager le savoir-faire de la Banque avec un nombre plus grand d'acteurs de la place financière en utilisant les ressources de la Banque de manière efficiente. Les cours offerts étant déjà disponibles pour des besoins internes (programmes de stage et formation continue), la formation mise à disposition de tiers repose sur de fortes économies d'échelle. Les cours offerts à la BCL ont pour objet les différents métiers de Banque centrale. Dans cette optique, des négociations en vue d'une collaboration étroite ont été menées avec l'Agence de transfert de technologie financière (ATTF) et l'Institut de formation bancaire, Luxembourg (IFBL).

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Suite à l'analyse approfondie concernant les capacités de gestion réalisée en 2003 au sein de la Banque, des cours de formation managériale ont été organisés. Au total, 39 agents ont participé à ces formations qui se sont déroulées sur 6,5 jours. Le premier module (2 jours) concernait les éléments de base de la fonction d'encadrement, le deuxième module (2,5 jours) traitait plus particulièrement de la communication et de l'affirmation de soi, tandis que le dernier module (2 jours) analysait le travail d'équipe et la motivation.

En plus, à côté d'une formation de base que chaque nouvel agent doit suivre dans le cadre de son stage de formation, tous les agents sont encouragés à participer à des formations externes, notamment auprès d'autres banques centrales nationales du SEBC en vue de consolider leurs compétences professionnelles.

Dans ce contexte, il convient de préciser qu'au courant de l'année 2004 l'effort de formation totalisait 5 475 heures, représentant une moyenne de 3,3 jours de formation par agent.

Au cours de l'année, quelques agents ont été temporairement détachés auprès de la BCE pour des missions demandées par celle-ci.

4.2.4 Le Fonds de pension

La loi organique¹ 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'État, 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 loi² 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."

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

² Article 35, paragraphe (4) (a).

³ Tel que prévu à l'article 35 (a) (c) de la loi.

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, 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 élus par le personnel, de deux membres cooptés assurant la fonction de gestionnaire délégué ainsi que d'un membre désigné par une association de représentation du personnel.

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 de paiement de la part des Caisses de sécurité sociale à Luxembourg tel que mentionné ci-dessus, et vu l'obligation imposée à la Banque par la loi d'autre part, la Banque a opéré, outre le prélèvement sur son fonds de réserve³, un prélèvement supplémentaire à hauteur de 33,8 millions d'euros.

Au cours de l'exercice 2004, un agent de la BCL a fait valoir ses droits à une pension d'invalidité.

4.3 Les immeubles

En 2004, la Banque a poursuivi ses efforts de réduction des coûts ainsi que d'amélioration de la gestion de ses immeubles, comme des conditions de leur entretien.

La BCL a obtenu les autorisations nécessaires pour démolir l'ancien bâtiment de la Banque nationale de Belgique et en construire un nouveau. Il est prévu d'y installer un site de repli pour les activités critiques de la Banque en cas de crise : l'informatique, les systèmes de paiements, les opérations de politique monétaire ainsi que les activités de caisse.

Le 29 octobre 2004, Monsieur Yves Mersch, Président de la BCL et Monsieur Paul Helminger, bourgmestre de la Ville de Luxembourg, ont posé la première pierre du bâtiment sis au boulevard Prince Henri.

Son achèvement est prévu pour fin 2006, dans le respect des budgets et du planning.

4.4 La comptabilité et le budget

4.4.1 La comptabilité et les finances

La BCL veille à ce que son système comptable et ses procédures répondent aux critères de l'Eurosystème.

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 poursuivie en 2004. La méthode actuelle consiste à répartir les charges opérationnelles de la BCL selon leur destination, c'est-à-dire sur les sections ou cellules concernées. Le développement d'un système qui permet de déterminer les résultats inhérents à chaque activité de la Banque a été entamé en 2004 et sera finalisé en 2005.

La Banque publie sa situation active et passive sur une base mensuelle via son site internet. L'Eurosystème impose un reporting journalier de la situation active et passive de chaque banque centrale membre selon des règles harmonisées.

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'intérêt et compare la rentabilité de ses différents investissements par rapport à des valeurs de référence.

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

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

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

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

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

Le comité de gestion actifs-passifs 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. Il veille au respect des limites d'investissement qui découlent des positions bilantaires relatives des BCNs et de la BCE.

4.4.2 Le budget

Le Conseil de la Banque approuve, au cours du mois de décembre de chaque année, le budget de l'année à venir. L'établissement du budget de l'année 2004 s'est fait en accord avec la procédure budgétaire visant une gestion rationnelle des ressources de la Banque.

Cette procédure budgétaire permet d'assurer que les charges ne dépassent pas une limite supérieure qui a été fixée 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'efficience économique aboutissant ainsi à une gestion optimale des dépenses de la Banque. Les charges opérationnelles de l'année 2004 sont restées dans les limites budgétaires approuvées par le Conseil.

Comme le budget 2004, le budget 2005 a été élaboré intégralement sur support informatique, ce qui permet de réduire considérablement le temps de réaction par rapport à des changements intervenus tardivement et de mettre rapidement à la disposition des autorités décisionnelles une version actualisée du budget amendé, leur permettant de prendre les décisions qui s'imposent.

En plus, l'accès informatisé des utilisateurs aux données budgétaires 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 étant donné que les données comptabilisées au niveau du système comptable sont injectées journalièrement dans le logiciel. Ceci permet une imputation immédiate des factures sur leur poste budgétaire, réduisant ainsi de manière considérable les risques de dépassements budgétaires.

La planification budgétaire s'intègre parfaitement dans le cycle de gestion de la Banque et s'oriente par rapport aux priorités stratégiques fixées dans le contexte de la *Balanced Scorecard* qui définit la mission principale de la BCL et fixe les objectifs qui en découlent. Tout en respectant les contraintes financières qui se font de plus en plus pressantes dans le contexte économique actuel, les orientations budgétaires qui sont à la base de l'élaboration budgétaire doivent permettre à la BCL de remplir toutes les missions qui lui sont imparties.

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 peuvent donner lieu à des recommandations dont le suivi est assuré par la cellule d'Audit interne.

Dans le cadre d'un plan d'audit annuel, 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 2004, des missions dans les domaines de la surveillance des systèmes de paiement, de la gestion des réserves obligatoires et des réserves de change communes, des signes monétaires, de la comptabilité et de l'informatique.

4.6 Les comptes financiers au 31 décembre 2004

4.6.1 Les chiffres-clés à la clôture du bilan

	2003	2004	Variation en % 2004/2003
Total du bilan	27,856,509,647	34,795,519,545	25%
Dépôts des établissements de crédit	6,765,571,187	5,063,321,077	-25%
Créances envers les établissements de crédit	23,402,735,897	28,353,710,277	21%
Non exigible (1), comptes de réévaluation, provisions administratives et risques bancaires spécifiques	416,004,599	456,816,923	10%
Produit net bancaire (2)	99,947,756	81,998,162	-18%
Total des revenus nets	39,119,616	36,851,687	-6%
Frais généraux administratifs	27,282,863	29,225,981	7%
Résultat net	3,105,175	2,605,967	-16%
Cash Flow (3)	74,171,100	56,200,003	-24%
Personnel	200	206	3%
Part de la BCL dans le capital de la BCE	0.15%	0.16%	
Part de la BCL dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	7.85%	8.21%	

(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.

(3) 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. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.6.2 Le rapport du Réviseur d'entreprises

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 2004. 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 2004 ainsi que du résultat de l'exercice se terminant à cette date.

DELOITTE S.A.
Réviseur d'entreprises

Luxembourg, le 3 mars 2005

Pascal Pincemin
Partner

Vafa Moayed
Partner

4.6.3 Le bilan au 31 décembre 2004

(exprimé en euros)

	Note	2004 EUR	2003 EUR
ACTIF			
Avoirs et créances en or	3	23.860.617	24.880.800
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	4	218.661.158	221.599.940
- créances sur le FMI		113.377.895	151.431.221
- créances auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises		105.283.263	70.168.719
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	5	51.831.953	19.794.150
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6	466.612.637	290.550.224
- comptes auprès de banques, titres et prêts		466.612.637	290.550.224
Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	7	28.353.620.150	23.402.139.150
- opérations principales de refinancement	7.1	21.478.000.000	20.368.177.200
- opérations de refinancement à long terme	7.2	6.875.620.150	3.033.961.950
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	8	90.127	596.747
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	9	1.463.985.126	828.959.524
Créances envers l'Eurosystème	10	3.488.282.255	2.408.352.832
- participation au capital de la BCE	10.1	9.660.235	7.460.000
- créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférés	10.2	87.254.014	74.600.000
- autres créances envers l'Eurosystème	10.3	3.391.368.006	2.326.292.832
Valeurs en cours de recouvrement		192	42
Autres actifs	11	728.575.330	659.636.238
- immobilisations corporelles et incorporelles	11.1	58.365.712	58.701.026
- autres actifs financiers	11.2	582.682.793	530.602.520
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		607.500	-
- comptes de régularisation	11.3	60.940.395	44.790.875
- divers	11.4	25.978.930	25.541.817
Total de l'actif		34.795.519.545	27.856.509.647

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Le bilan au 31 décembre 2004 (suite)

(exprimé en euros)

	Note	2004 EUR	2003 EUR
PASSIF			
Billets en circulation	12	1.012.539.140	739.426.800
Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	13	5.063.321.077	6.765.571.187
- comptes courants (y compris les réserves obligatoires)		5.063.321.077	6.765.571.187
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	14	554.852.262	592.064.411
- engagements envers des administrations publiques	14.1	554.852.262	592.064.411
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	15	58.327.526	51.907.491
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	16	51.854.230	19.796.162
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	17	19.321.918	19.972.990
Engagements envers l'Eurosysteme	18	27.341.616.355	19.077.543.570
- engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosysteme	18.1	27.341.616.355	19.077.543.570
Valeurs en cours de recouvrement	19	3.947.631	6.812.500
Autres engagements	20	160.572.809	104.097.466
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		664.000	346.300
- comptes de régularisation		141.871.653	89.766.149
- divers		18.037.156	13.985.017
Provisions	21	355.941.192	305.678.333
Comptes de réévaluation	22	27.802.136	30.821.436
Capital et réserves	23	142.817.302	139.712.126
- capital	23.1	25.000.000	25.000.000
- réserves	23.2	117.817.302	114.712.126
Bénéfice de l'exercice		2.605.967	3.105.175
Total du passif		34.795.519.545	27.856.509.647

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

4.6.4 Le hors bilan au 31 décembre 2004

(exprimé en euros)

	Note	2004 EUR	2003 EUR
Titres reçus en garantie	24	132.113.030.126	106.433.616.407
Garanties émises et instruments similaires	25	1.900.000.000	1.400.000.000
Réserves de change gérées pour le compte de la Banque centrale européenne	26	76.187.489	69.213.290
Contrats à terme ferme	27	694.214.750	43.355.000
Collection numismatique		122.709	107.972
		134.783.555.074	107.946.292.669

4.6.5 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2004

(exprimé en euros)

	Note	2004 EUR	2003 EUR
Intérêts reçus	28	669.225.751	610.386.573
Intérêts payés	28	(585.693.474)	(512.430.452)
Revenus nets d'intérêts	28	83.532.277	97.956.121
Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières	29	5.951.518	9.072.330
Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises	30	(7.422.706)	(6.542.502)
Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marché	31	(41.498.079)	(55.865.813)
Résultat net d'opérations financières, corrections de valeur et provisions		(42.969.267)	(53.335.985)
Commissions perçues	32	7.648.934	6.524.275
Commissions payées	32	(7.711.862)	(7.062.469)
Résultat net sur commissions	32	(62.928)	(538.194)
Produits des participations	33	-	1.131.889
Résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire	34	(14.320.344)	(18.641.870)
Autres revenus	35	10.671.948	12.547.655
Total des revenus nets		36.851.686	39.119.616
Frais de personnel	36	(17.858.894)	(16.524.525)
Autres frais généraux administratifs	37	(7.622.472)	(7.777.336)
Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	11.1, 38	(5.019.739)	(6.984.340)
Frais relatifs à la production de signes monétaires	39	(497.560)	(316.697)
Autres frais	40	(3.247.054)	(4.411.543)
Résultat de l'exercice		2.605.967	3.105.175

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.6.6 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2004

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.

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 (les "BCN") qui forment ensemble l'Eurosystème, émettent des billets en euros depuis le 1^{er} 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 dans 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 seigniorage 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 2004, 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.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

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^{er} 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 l'engagement de la BCL est couverte par une dotation spéciale à charge de la BCL.

2.12 Provisions pour risques bancaires

La politique de la BCL consiste à constituer des provisions destinées à couvrir des risques spécifiques et des risques généraux inhérents aux activités de la Banque.

Note 3 - Avoirs et créances en or

Au 31 décembre 2004, la BCL détient 2.202,23 onces d'or pour une valeur de 0,7 million d'euros (3.313,29 onces d'or pour une valeur de 1,1 millions d'euros au 31 décembre 2003) 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 23,2 millions d'euros (23,8 millions d'euros au 31 décembre 2003).

A la date du bilan, l'or est évalué sur la base du prix en euro par once d'or fin dérivé de la cotation en USD établie lors du fixing à Londres du 31 décembre 2004.

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

	2004 EUR	2003 EUR
Créances sur le FMI	113.377.895	151.431.221
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises	105.283.263	70.168.719
	218.661.158	221.559.940

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 ("FMI") se composent de la position de réserve et des DTS détenus. Les DTS sont des actifs de réserve créés ex nihilo par le FMI et que celui-ci alloue à ses membres. Les avoirs en DTS d'un Etat membre sont initialement égaux au montant de DTS qui lui ont été alloués. Par la suite, ces avoirs en DTS évoluent dans la mesure où l'Etat membre les utilise ou au contraire en acquiert de la part d'autres détenteurs. La position de réserve correspond à la quote-part déduction faite des avoirs du FMI en euros et compte tenu du compte de réévaluation du compte général ;
- 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 à partir de 2003, et pouvant être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire.

Le portefeuille d'un montant de 52,8 millions d'euros au 31 décembre 2004 (contre 39,9 millions d'euros au 31 décembre 2003) 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 2004, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 0,2 million d'euros (moins-values d'évaluation de 0,4 million d'euros au 31 décembre 2003).

Les avoirs en banques s'élèvent à 52,5 millions d'euros au 31 décembre 2004 (contre 30,2 millions d'euros au 31 décembre 2003).

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

	2004 EUR	2003 EUR
Comptes auprès de banques	589.696	1.240.587
Titres	466.022.941	289.309.637
	466.612.637	290.550.224

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.

Le 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 2004, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 4,9 millions d'euros (plus-values d'évaluation de 0,6 million d'euros au 31 décembre 2003).

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 :

	2004 EUR	2003 EUR
Opérations principales de refinancement	21.478.000.000	20.368.177.200
Opérations de refinancement à long terme	6.875.620.150	3.033.961.950
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Cessions temporaires à des fins structurelles	-	-
Facilité de prêt marginal	-	-
Appels de marge versés	-	-
	28.353.620.150	23.402.139.150

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

7.1 Opérations principales de refinancement

Cette sous-rubrique comprend le montant des liquidités allouées aux établissements de crédit au moyen d'appels d'offres hebdomadaires d'une durée d'une semaine (deux semaines en 2003).

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. Le montant alloué au niveau de l'Eurosystème par ce type d'instrument a connu une forte croissance au cours de l'exercice 2004.

7.3 Cessions temporaires de réglage fin

Sont enregistrées dans cette sous-rubrique les opérations d'open market réalisées de façon non régulière et principalement destinées à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité sur le marché.

7.4 Cessions temporaires à des fins structurelles

Il s'agit d'opérations d'open market exécutées principalement en vue de modifier la position structurelle de liquidité du secteur financier vis-à-vis de l'Eurosystème.

Il n'y a pas eu d'opération pendant l'année écoulée.

7.5 Facilité de prêt marginal

Il s'agit d'une facilité permanente permettant aux contreparties d'obtenir auprès de la Banque, contre des actifs éligibles, des crédits à 24 heures à un taux d'intérêt prédéterminé.

7.6 Appels de marge versés

Il s'agit d'un crédit supplémentaire accordé aux établissements de crédit et découlant de l'accroissement de la valeur des titres donnés en garantie d'autres crédits consentis à ces mêmes établissements.

Il n'y a pas eu d'opération pendant l'année écoulée.

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

Sont inclus dans 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 pour un montant de 1.464 millions d'euros au 31 décembre 2004 (contre 829 millions d'euros au 31 décembre 2003).

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 2004, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 1,5 millions d'euros (plus-values d'évaluation de 0,3 million d'euros au 31 décembre 2003).

Note 10 - Créances envers l'Eurosystème

10.1 Participation au capital de la BCE

Conformément à l'article 28 des statuts du SEBC, les BCNs composant le SEBC sont les seuls souscripteurs au capital de la BCE. Ces souscriptions dépendent des parts respectives qui sont fixées selon les modalités contenues dans l'article 29.3 des statuts du SEBC et qui font l'objet d'une adaptation quinquennale. La première adaptation de ce genre, après la constitution de la BCE, est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2004. Le 1^{er} mai 2004, un second ajustement dans la clé de répartition du capital de la BCE a été réalisé suite à l'adhésion des 10 nouveaux Etats membres.

Conformément à la décision du Conseil en date du 15 juillet 2003 basée sur les données statistiques devant servir à adapter la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE, les parts des BCNs ont été ajustées au 1^{er} janvier 2004 et au 1^{er} mai 2004 comme suit par le moyen de transferts entre les BCNs :

	Clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE (en %)		
	Jusqu'au 31 décembre 2003	Du 1 ^{er} janvier 2004 au 30 avril 2004	À partir du 1 ^{er} mai 2004
Banque nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Banque de Grèce	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki - Banque de Finlande	1,3970	1,4298	1,2887
Sous-total Eurosysteme	80,9943	79,6384	71,4908
Ceska narodni banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Central Bank of Cyprus	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Central Bank of Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Narodna banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
Sous-total BCN hors zone euro	19,0057	20,3616	28,5092
Total	100,0000	100,0000	100,0000

En conséquence, au 1^{er} janvier 2004, la part que la BCL détenait dans le capital de la BCE (5 milliards d'euros au total) est passée de 0,1492% à 0,1708% et la participation au capital de la BCE a ainsi augmenté de 7,5 millions à 8,5 millions d'euros.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Conformément à l'article 49.3 des statuts du SEBC, qui a été ajouté aux statuts par le traité d'adhésion, le capital souscrit de la BCE est automatiquement augmenté quand un nouveau membre rejoint l'UE et que sa BCN rejoint le SEBC. L'augmentation est déterminée en multipliant le capital souscrit existant (5 milliards d'euros) par le ratio, à l'intérieur de la clé élargie, entre la pondération des BCNs adhérentes et la pondération des BCNs qui sont déjà membres du SEBC. C'est pour cette raison qu'au 1^{er} mai 2004, le capital souscrit de la BCE a été augmenté à 5,565 milliards d'euros. En conséquence, le 1^{er} mai 2004, la participation de la BCL dans le capital souscrit de la BCE (5,565 milliards d'euros au total) a diminué de 0,1708% à 0,1568% et la participation au capital de la BCE a ainsi augmenté de 8,5 millions à 8,7 millions d'euros.

Les modifications des clés de capital mentionnées ci-dessus ont eu pour conséquence d'affecter aussi les parts relatives des BCNs dans le total des fonds propres de la BCE aux dates respectives du 31 décembre 2003 et au 30 avril 2004. La sous-rubrique "Participation au capital de la BCE" reflète également ces modifications (rachat de réserves de la BCE pour un montant de 0,9 million d'euros) de sorte que la participation de la BCL dans la BCE s'élève à 9,7 millions d'euros depuis le 1^{er} mai 2004.

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

Cette sous-rubrique représente le montant de la créance de la BCL résultant du transfert à la BCE d'une partie de ses réserves en devises. Cette créance, libellée en euros, a une valeur fixée au moment du transfert.

La créance est rémunérée au dernier taux marginal disponible pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, ajusté pour tenir compte d'une rémunération équivalent à zéro sur la partie en or.

Les ajustements dans la clé de répartition du capital de la BCE au 1^{er} janvier 2004 et au 1^{er} mai 2004 ont aussi eu pour conséquence un ajustement de la créance de la BCL en ce qui concerne les réserves en devises transférées à la BCE. Afin de refléter la modification dans le capital de la BCE, la créance en euros de la BCL a augmenté de 74,6 millions à 85,4 millions d'euros au 1^{er} janvier 2004 et a augmenté de 85,4 millions à 87,3 millions d'euros au 1^{er} mai 2004.

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 3,4 milliards d'euros au 31 décembre 2004 (créance de 2,3 milliards d'euros au 31 décembre 2003).

La position nette vis-à-vis de la BCE est rémunérée au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.

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 01.01.2004	70.261.360	8.909.654	3.560.229	82.731.243
Acquisitions	3.530.348	780.192	373.885	4.684.425
Valeur brute au 31.12.2004	73.791.708	9.689.846	3.934.114	87.415.668
Amortissements cumulés au 01.01.2004	15.942.366	5.687.981	2.399.870	24.030.217
Dotations	3.118.003	1.320.149	581.587	5.019.739
Amortissements cumulés au 31.12.2004	19.060.369	7.008.130	2.981.457	29.049.956
Valeur nette au 31.12.2004	54.731.339	2.681.716	952.657	58.365.712

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 site en construction (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. La construction de ce nouvel immeuble a débuté au cours de l'exercice 2004 et la Banque a pris des engagements pour l'allocation des travaux envers certaines firmes suite aux soumissions.

Le bâtiment "Pierre Werner" est considéré comme un immeuble neuf 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.

11.2 Autres actifs financiers

Cette rubrique se décompose comme suit :

	2004 EUR	2003 EUR
Autres participations	162.033	153.657
Fonds de pension	64.005.693	56.828.975
Portefeuille-titres	518.515.067	473.619.888
	582.682.793	530.602.520

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 2004.

Le portefeuille-titres repris sous cette rubrique correspond au 31 décembre 2004 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 518,5 millions d'euros (473,6 millions d'euros au 31 décembre 2003). Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2004, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de plus-values d'évaluation de 14,0 millions d'euros (plus-values de 13,3 millions d'euros au 31 décembre 2003).

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 dans cette rubrique les commissions à recevoir, les charges payées d'avance, dont notamment les traitements payés pour le mois de janvier 2005 et les produits à recevoir.

11.4 Divers

	2004 EUR	2003 EUR
Prélèvements anticipés	3.947.500	6.812.500
Autres	22.031.430	18.729.317
	25.978.930	25.541.817

La sous-rubrique intitulée "Prélèvements anticipés" correspond au montant de billets en euros commandés par des établissements de crédit au 31 décembre 2004 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 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 1.012,5 millions d'euros (739,4 millions d'euros au 31 décembre 2003).

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

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

	2004 EUR	2003 EUR
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	5.063.321.077	6.765.571.187
Facilité de dépôt	-	-
Reprises de liquidités en blanc	-	-
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Appels de marge reçus	-	-
	5.063.321.077	6.765.571.187

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

13.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)

Il s'agit de comptes en euro des établissements de crédit, destinés essentiellement à satisfaire les obligations de ceux-ci en matière de réserves obligatoires. Ces obligations doivent être respectées en moyenne sur une période variable qui commence le mercredi qui suit la réunion du Conseil des gouverneurs consacrée à la fixation des taux.

13.2 Facilité de dépôt

Il s'agit de facilité permanente permettant aux établissements de crédit d'effectuer des dépôts auprès de la Banque pour 24 heures, à un taux prédéterminé.

13.3 Reprises de liquidités en blanc

Il s'agit de dépôts constitués auprès de la Banque en vue d'une absorption de liquidités du marché dans le cadre des opérations de réglage fin de l'Eurosystème.

13.4 Cessions temporaires de réglage fin

Il s'agit d'autres opérations de politique monétaire visant à un rétrécissement de la liquidité.

Il n'y a pas eu d'opération pendant l'année écoulée.

13.5 Appels de marge reçus

Il s'agit de dépôts constitués par des établissements de crédit en compensation de la diminution de la valeur des titres donnés en garantie d'autres crédits consentis à ces mêmes établissements.

Il n'y a pas eu d'opération pendant l'année écoulée.

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 :

	2004 EUR	2003 EUR
Compte courant	597.552	291.581
Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor	104.254.710	81.772.830
Dépôts à terme	450.000.000	510.000.000
	554.852.262	592.064.411

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 1^{er} mars 2002, il a été convenu entre les parties de le transformer en dépôt à terme renouvelable de mois en mois.

En vue de renforcer les fonds propres de la BCL et conformément à la convention qui prévoit cette possibilité, l'Etat a renoncé à la rémunération du dépôt à terme pour l'exercice 2004. Le produit correspondant, 4,9 millions d'euros (4,9 millions d'euros pour l'exercice 2003), est enregistré en "Autres revenus".

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 19,3 millions d'euros au 31 décembre 2004 (DTS 17,0 millions, soit 20,0 millions d'euros au 31 décembre 2003).

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. La position nette est rémunérée au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.

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.

Au 31 décembre 2004 le montants des billets en Francs luxembourgeois restant en circulation s'élève à 5,8 millions d'euros (6,0 millions d'euros au 31 décembre 2003).

Note 21 - Provisions

Les provisions se présentent comme suit :

	2004 EUR	2003 EUR
Provision pour risques bancaires	281.149.648	239.651.570
Provision pour pensions	71.758.670	65.342.291
Autres provisions	3.032.874	684.472
	355.941.192	305.678.333

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

21.1 Provision pour risques bancaires

La provision pour risques bancaires s'analyse comme suit :

	2004 EUR	2003 EUR
Provision en couverture du risque de crédit	112.937.113	87.236.373
Provision en couverture du risque opérationnel	13.000.000	14.400.000
Provision en couverture du risque de liquidité	11.658.367	9.826.033
Provision en couverture du risque de taux d'intérêt	200.000	200.000
	137.795.480	111.262.406
Provision pour risques bancaires généraux		
Provision pour obligations résultant d'accords monétaires	32.341.954	35.324.827
Autre provision pour risques bancaires généraux	111.012.214	93.064.337
	143.354.168	128.389.164
	281.149.648	239.651.570

21.1.1 Provision en couverture du risque de crédit

La provision de 112,9 millions d'euros (87,2 millions d'euros au 31 décembre 2003) correspond à :

- 4% de la valeur de marché des titres existants au 31 décembre 2003 et maintenus au portefeuille-titres au 31 décembre 2004 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 ;
- 2% de l'accroissement entre le 31 décembre 2003 et le 31 décembre 2004 du portefeuille-titres et des participations 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 0,21933%).

L'objectif de la Banque est d'atteindre un taux de 4% sur tous les postes à moyen terme.

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 la moyenne des trois derniers exercices conformément au document 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.

Au cours de l'exercice 2004, la Banque a fait une reprise de cette provision pour un montant de 3 millions d'euros en couverture de la participation de la BCL à la perte de la BCE pour l'exercice clôturé au 31 décembre 2004.

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 2004 la provision pour risques bancaires généraux de 17,9 millions d'euros (31,1 millions d'euros pour l'exercice 2003) 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 :

	2004 EUR	2003 EUR
Provision pour pensions	69.366.800	62.678.000
Provision pour égalisation et aléas financiers	850.252	850.252
Provision pour augmentation PBO	1.541.618	1.814.039
	71.758.670	65.342.291

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 69,4 millions d'euros au 31 décembre 2004 (62,7 millions d'euros au 31 décembre 2003).

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 ;
- le cas échéant, d'une dotation effectuée par la BCL 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 des exercices 2003 et 2004.

21.2.3 Provision pour augmentation PBO

La provision de 1,5 millions d'euros (1,8 millions d'euros au 31 décembre 2003) 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 2004 mais qui ne figurent pas dans le décompte des obligations du fonds de pension au 31 décembre 2004. 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 2004, cette provision a été réduite à 1,5 millions d'euros par une reprise de provision de 0,3 million d'euros due à une charge moyenne d'embauche moins importante en 2004 qu'en 2003.

21.3 Autres provisions

Conformément à l'article 33.2 des statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs de la BCE peut décider de compenser une perte subie par la BCE avec son fonds de réserves et, si nécessaire, avec le revenu monétaire de l'exercice concerné en proportion et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCNs. Dans sa réunion du 13 janvier 2005, le Conseil des gouverneurs a décidé en principe de retenir 1 360 millions d'euros du revenu monétaire mis en commun en janvier 2005 pour compenser la perte de la BCE en 2004.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Par conséquent, la BCL a constitué une provision de 3 millions d'euros correspondant à son revenu monétaire alloué pour 2004 afin de compenser la perte de la BCE, équivalent à sa part dans la clé de répartition dans le capital de la BCE au sein de l'Eurosystème (0,21933% depuis le 1^{er} mai 2004). La décision finale sur le montant définitif du revenu monétaire à retenir sera prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion du 17 mars 2005.

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 2003).

23.2 Réserves

Le montant des réserves s'élève à 117,8 millions d'euros (114,7 millions d'euros au 31 décembre 2003). Ce montant a augmenté au cours de l'exercice de 3,1 millions d'euros suite à l'affectation du bénéfice de l'exercice 2003 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 2004, la valeur de marché des titres ainsi déposés en garantie auprès de la BCL s'élève à 132,1 milliards d'euros (106,4 milliards d'euros au 31 décembre 2003).

Note 25 - Garanties émises et instruments similaires

	2004 EUR	2003 EUR
Garanties émises et instruments similaires	1.900.000.000	1.400.000.000

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 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 et dans le but de moduler la durée du portefeuille-titres existant en fonction des conditions du marché.

Au 31 décembre 2004, l'engagement global lié à ces contrats à terme s'élève à 694,2 millions d'euros (43,4 millions d'euros au 31 décembre 2003). 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 5,2 millions d'euros au 31 décembre 2004 (5,3 millions d'euros au 31 décembre 2003).

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		Montants en euros	
	EUR		EUR	
	2004	2003	2004	2003
FMI	2.201.200	2.262.546	-	-
Politique monétaire	-	-	537.611.506	542.844.349
Avoirs envers l'Eurosystème	-	-	67.627.565	6.870.656
Titres	846.835	331.513	59.758.435	57.424.382
Or	371.258	402.602	-	-
Autres	667.778	100.226	141.174	150.299
Total	4.087.071	3.096.887	665.138.680	607.289.686

Intérêts payés par type

	Montants en devises		Montants en euros	
	EUR		EUR	
	2004	2003	2004	2003
FMI	(368.866)	(343.789)	-	-
Comptes courants (y inclus comptes de réserves) et dépôts liés aux opérations de politique monétaire	-	-	(136.206.536)	(159.682.971)
Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	-	-	(441.887.406)	(281.518.341)
Autres engagements envers l'Eurosystème	-	-	(919.153)	(65.299.502)
Intérêts sur dépôts à terme	-	-	(4.903.472)	(4.863.958)
Autres engagements	(538.813)	(7.930)	(869.228)	(713.961)
Total	(907.679)	(351.719)	(584.785.795)	(512.078.733)

L'augmentation du montant des intérêts provient d'une augmentation des encours plutôt que de la modification des taux d'intérêts.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Note 29 - Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières

Cette rubrique comprend le résultat des opérations sur devises, sur titres et instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché opérées par la BCL, c'est-à-dire les plus-values réalisées sur devises, sur titres et instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché, déduction faite des moins-values réalisées sur ces instruments. Pour l'exercice 2004, elles s'élèvent respectivement à 15,4 millions d'euros (24,1 millions d'euros au 31 décembre 2003) et à 9,4 millions d'euros (15,0 millions d'euros au 31 décembre 2003), soit un bénéfice net de 6,0 millions d'euros (9 millions au 31 décembre 2003).

Note 30 - Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises

Cette rubrique comprend les moins-values d'évaluation sur les devises pour 6,0 millions d'euros, sur les titres pour 0,7 million d'euros et sur les instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché pour 0,7 million d'euros pour l'exercice 2004 (respectivement 5,5 ; 0,9 et 0,1 millions d'euros pour l'exercice 2003).

Note 31 - Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marche

Cette rubrique comprend les dotations et les reprises de provisions pour risques bancaires.

Note 32 - Résultat net sur commissions

Les commissions perçues et payées se présentent comme suit :

	Commissions perçues		Commissions payées	
	EUR		EUR	
	2004	2003	2004	2003
Titres	7.309.392	6.262.926	(7.610.313)	(6.870.605)
Autres	339.542	261.349	(101.549)	(191.864)
Total	7.648.934	6.524.275	(7.711.862)	(7.062.469)

Note 33 - Produits des participations

Cette rubrique correspond au dividende distribué par la Banque centrale européenne. Aucun dividende n'a été distribué au titre de l'exercice 2004 (dividende de 1,1 million d'euro au titre de l'exercice 2003). En effet, en 2004, le revenu de la BCE relatif au droit de seigneurage pour un montant de 733 millions d'euros a été retenu en totalité par la BCE en accord avec une décision du Conseil des gouverneurs concernant le résultat de la BCE prévu pour 2004.

Note 34 - Résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire

Depuis 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 (0,21933% pour la BCL).

Calcul du revenu monétaire net alloué à la BCL (en millions d'euros) :

	(en millions d'euros)	
	2004	2003
Revenu monétaire mis en commun par la BCL dans l'Eurosystème	(29,2)	(32,9)
Revenu monétaire alloué à la BCL par l'Eurosystème	17,9	14,3
Rétention du revenu monétaire en faveur de la BCE	(3,0)	0
Revenu monétaire net mis en commun	(14,3)	(18,6)

Le résultat net du revenu monétaire mis en commun reflète également la prise en compte de la part de la BCL dans le revenu monétaire retenu pour couvrir la perte subie par la BCE en 2004 (voir note 21.3).

Note 35 - Autres revenus

Les autres revenus comprennent, à hauteur de 4,9 millions d'euros (4,9 millions d'euros pour 2003), 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 2004 (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 36 - 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 456.830 euros pour l'exercice 2004 (440.366 euros pour l'exercice 2003).

Au 31 décembre 2004, les effectifs de la BCL s'élèvent à 206 agents (200 au 31 décembre 2003). L'effectif moyen de la BCL pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2004 est de 205 agents (201 pour l'exercice 2003).

Note 37 - 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 formation. Les indemnités des membres du Conseil s'élèvent à 68.237 euros pour l'exercice 2004 (66.147 euros pour 2003).

Note 38 - 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.

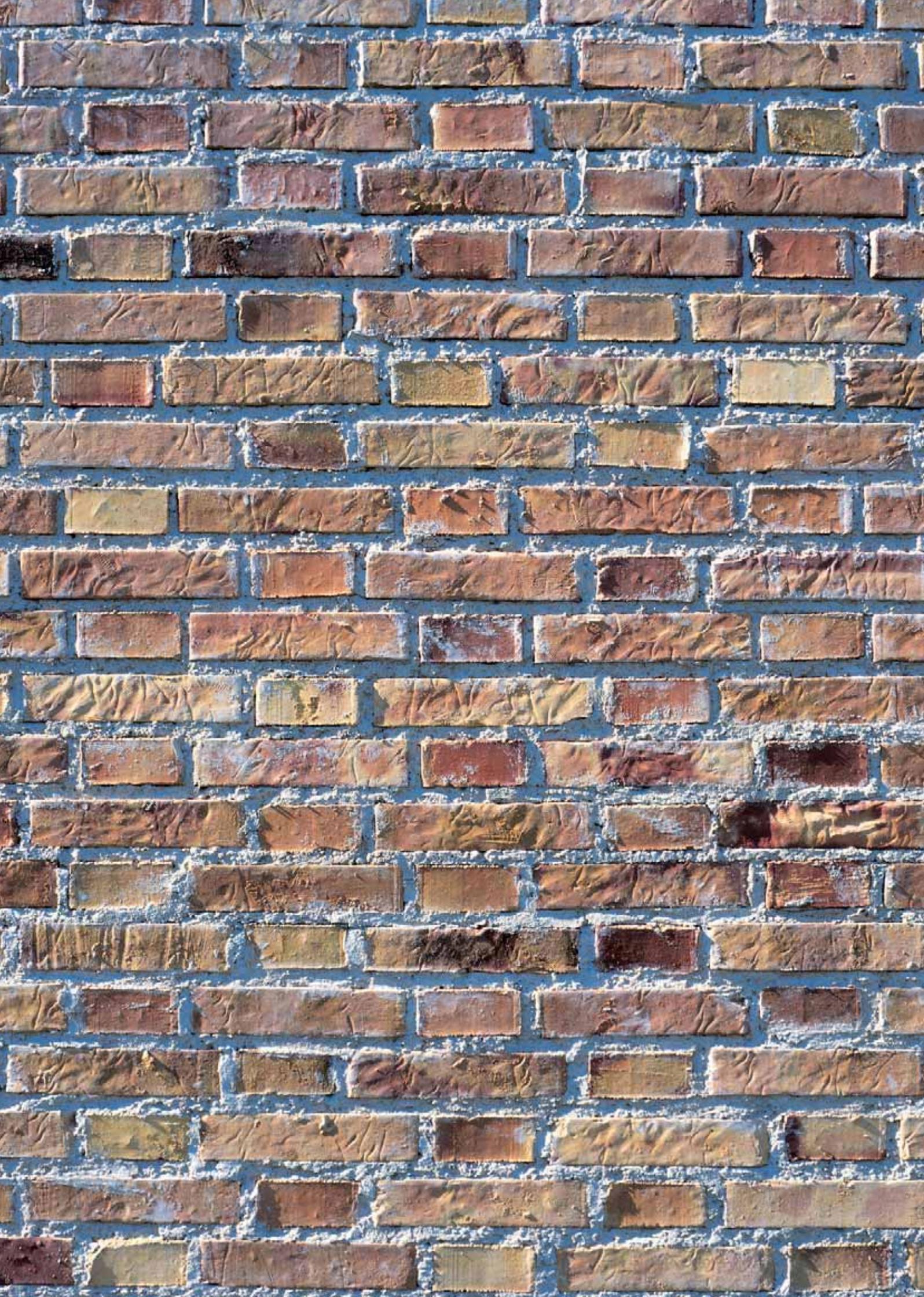
Note 39 - Frais relatifs à la production de signes monétaires

Cette rubrique comprend essentiellement les frais liés à la production et la mise en circulation de billets libellés en euros.

Note 40 - Autres frais

Cette rubrique comprend essentiellement les dotations aux provisions administratives.





5. ANNEXES

5.1 Liste des circulaires de la BCL publiées en 2004

- 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).
- Circulaire BCL 2004/185 du 10 mai 2004 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 2004/186 du 5 novembre 2004 concernant les dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg - à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois.
- Circulaire BCL 2004/187 du 5 novembre 2004 concernant les dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2005 - à tous les établissements de crédit.

5.2 Publications de la BCL

Les publications de la BCL peuvent être consultées et téléchargées sur le site www.bcl.lu. Le site Internet de la Banque présente toutes les publications de la BCL depuis sa création en juin 1998. Le site contient une version française et une version anglaise. Les publications sur support papier peuvent être obtenues à la BCL, dans la limite des stocks disponibles et aux conditions qu'elle fixe.

Une liste complète des documents publiés par la BCE dans les différentes versions linguistiques est disponible sur le site Internet de la BCE www.ecb.int.

Bulletins de la BCL publiés en 2004

- Bulletin BCL 2004/1, Spécial : stabilité financière, avril 2004
 - Le secteur financier luxembourgeois en 2003 ;
 - Risque de contagion du marché interbancaire luxembourgeois ;
 - Crises management.
- Bulletin BCL 2004/2, juin 2004
 - Les finances publiques luxembourgeoises: état des lieux et perspectives ;
 - La courbe de Phillips néo-keynésienne : résultats empiriques pour le Luxembourg.
- Bulletin BCL 2004/3, septembre 2004
 - La mise en garantie de prêts bancaires auprès de la Banque centrale du Luxembourg au regard du secret bancaire luxembourgeois ;
 - Impact des mesures prises par les autorités publiques sur les prix à la consommation ;
 - Die Eurobargeldeinführung und regionale Preisunterschiede: Ist seitdem etwas passiert?
 - La persistance de l'inflation au Luxembourg: une analyse au niveau désagrégé.
- Bulletin BCL 2004/4, décembre 2004
 - Utilisation des instruments de paiement au Luxembourg ;
 - Evolution de l'impact des fusions bancaires sur l'emploi dans les banques ;
 - La position extérieure globale du Luxembourg ;
 - Rigidités nominales et persistance de l'inflation.

Rapports annuels de la BCL

- Rapport Annuel 2003, avril 2004
- Annual Report 2003, mai 2004
- Rapport Annuel 2004, juin 2005
- Annual Report 2004, juillet 2005

Cahier d'études de la BCL publiés en 2004

- Cahier d'études N° 11, juin 2004
The New Keynesian Phillips curve : empirical results for Luxembourg, by Ieva Rubene and Paolo Guarda ;
- Working Paper N° 12, November 2004
Inflation Persistence in Luxembourg: A Comparison with EU 15 countries at the disaggregate level, by Thomas Mathä and Patrick Lünemann.

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 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 Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg

2 Évolutions monétaires et financières

- 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 Evolution globale de long terme des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois
- 3.3 Somme des bilans des établissements de crédit
- 3.4 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 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 Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif

4 Euro-marchés

- 4.1 Activité bancaire internationale : ventilation géographique
- 4.2 Actifs et passifs en euro monnaies : ventilation par devises
- 4.3 Actifs et passifs en euro monnaies : part du Luxembourg

5 Inflation au Luxembourg

- 5.1 Evolution 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

- 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 : emploi et chômage
- 6.4 Indicateurs du marché de l'emploi : les composantes de l'emploi
- 6.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

7 Situation budgétaire publique

- 7.1 Finances publiques luxembourgeoises

8 Balance des paiements et avoirs de réserve

- 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 directs du Luxembourg à l'étranger par secteur
- 8.5 Balance des paiements : investissements directs étrangers au Luxembourg par secteur
- 8.6 Balance des paiements : investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 8.7 Balance des paiements : autres investissements - par secteur
- 8.8 Avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg

9 Balance commerciale

- 9.1 Balance commerciale du Luxembourg

10 Position extérieure globale

- 10.1 Position extérieure globale : résumé
- 10.2 Position extérieure globale : investissements directs
- 10.3 Position extérieure globale : investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 10.4 Position extérieure globale : autres investissements - par secteur

5.4 Liste des abréviations

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg
BCC	Banque centrale correspondante
BCE	Banque centrale européenne
BCL	Banque centrale du Luxembourg
BCN	Banque centrale nationale
BCPO	Banque centrale du pays d'origine
BEI	Banque européenne d'investissement
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
BNB	Banque Nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CEF	Comité économique et financier
CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg
CIG	Conférence inter-gouvernementale
CSFMB	Comité des statistiques financières, monétaires et de balance des paiements
CSPRT	Comité de Systèmes de Paiement et de Règlement-Titres
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
CVS	Données corrigées des variations saisonnières
DTS	Droits de tirage spéciaux
EUROSTAT	Office statistique de l'Union européenne
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCP	Fonds commun de placement
FMI	Fonds monétaire international
FSAP	<i>Financial Sector Assessment Program</i>
GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
IBLC	Institut belgo-luxembourgeois du change
IGF	Inspection générale des finances
IFM	Institution financière monétaire

5. ANNEXES

IME	Institut monétaire européen (1994-1998)	SEBC	Système européen de banques centrales
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)	SEC	Système européen de comptes
IPC	Indice des prix à la consommation	SICAF	Société d'investissement à capital fixe
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé	SICAV	Société d'investissement à capital variable
ISBLM	Institution sans but lucratif	SME	Système monétaire européen
LIPS-Gross	<i>Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Gross Settlement System</i>	SWIFT	<i>Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.</i>
LIPS-Net	<i>Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Net Settlement System</i>	SYPAL-GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
MBCC	Modèle de banque centrale correspondante	STATEC	Service central de la statistique et des études
MCE	Mécanisme de change européen	Système TARGET	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
NTIC	Nouvelles technologies de l'information et de la communication	UE	Union européenne
NSDD	Norme spéciale de dissémination des données	UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques	UEM	Union économique et monétaire
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs	VNI	Valeur nette d'inventaire
OLAF	Office de Lutte Anti-Fraude		
OPC	Organisme de placement collectif		
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole		
OPR	Opération principale de refinancement		
ORLT	Opération de refinancement à plus long terme		
PEG	Position Extérieure Globale		
PIB	Produit intérieur brut		
PSF	Autres professionnels du secteur financier		
PTF	Productivité totale des facteurs		
ROA	<i>Return on Assets</i>		
ROE	<i>Return on Equity</i>		
Système RBTR	Système de règlement brut en temps réel		
RTGS-GIE	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. La BCE est administrée par le Conseil des gouverneurs et par le Directoire, ainsi que par un troisième organe de décision, le Conseil général.

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 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'État ou de gouvernement des États 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**). 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 mises en pension.

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^{er} 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^{er} 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) : dispositif 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 États membres qui ne font pas partie de la zone euro depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire. La participation au mécanisme est volontaire. Néanmoins, il est prévu que les États 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 : en fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations d'*open market* de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories : les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les **opérations structurelles**. Ces opérations réalisées sur l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux impliquent 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 d'une semaine.

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 normalement 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.

5. ANNEXES

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 : système de définitions et de classifications statistiques homogènes visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres. Le SEC 95 est la version propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

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 25 États membres de l'UE. 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. **TARGET**).

TARGET (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) : **système de RBTR** pour les paiements en euros. Ce système décentralisé se compose des quinze systèmes RTGS nationaux, du mécanisme de paiement de la **BCE** et du mécanisme d'interconnexion. A l'horizon 2007, on assiste au développement d'un nouveau système RBTR pour l'Eurosystème, TARGET2.

Taux de change effectifs (nominaux/réels) : moyennes pondérées de différents taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **Banque centrale européenne** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux : le TCE-23 (qui inclut les treize États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-42 (qui comprend le groupe de TCE-23 et dix-neuf autres pays). Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

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 ("traité de Rome"). Il a été modifié à plusieurs reprises, notamment par le traité sur l'Union européenne ("traité de Maastricht"), qui constitue le fondement de l'**Union économique et monétaire** et définit les statuts du **SEBC**.

Union économique et monétaire (UEM) : le **Traité** distingue trois étapes dans la réalisation de l'UEM au sein de l'UE. La phase III, dernière phase du processus, a démarré le 1^{er} janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne** et l'introduction de l'euro. La mise en place de l'UEM s'est achevée avec le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002.

Valeur de référence pour la croissance monétaire : taux de croissance annuel de **M3** à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5%.

Zone euro : zone englobant les 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**. La zone euro comprend actuellement 12 pays : la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.



