

RAPPORT ANNUEL

2 0 0 5

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

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 et les décisions de politique monétaire	9
	Les rendements des titres publics à long terme	11
	Les marchés boursiers	13
	Les taux de change	15
	Les prix à la consommation	17
	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	18
	Le commerce extérieur La balance des paiements	21 22
1.2	La situation économique au Luxembourg	24
1.2.1	Les prix et les coûts	24
	1.2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation	24
	1.2.1.2 Les prix à la production industrielle1.2.1.3 Les prix à la construction	33 34
1 2 2	Les activités sectorielles	34
1.2.2	1.2.2.1 Industrie	34
	1.2.2.2 Construction	35
	1.2.2.3 Commerce et autres secteurs	36
1.2.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	36
1.2.4	Le secteur financier	40
	1.2.4.1 Le développement des activités	40
	1.2.4.2 L'emploi dans le secteur financier	45
	1.2.4.3 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg	48
	1.2.4.4 L'évolution des comptes de profits et pertes	49 52
1 2 5	1.2.4.5 L'analyse des résultats des banques Le marché du travail	54
1.2.5	1.2.5.1 L'emploi	54
	1.2.5.2 Le chômage	59
1.2.6	Le commerce extérieur	61
1.2.7	La balance des paiements	62
	1.2.7.1 Compte courant	62
	1.2.7.2 Compte financier	62
1.2.8	La croissance économique et les projections macro-économiques	64
	1.2.8.1 Croissance économique	64
1 2 0	1.2.8.2 Projections macro-économiques	72
1.2.9	Les finances publiques 1.2.9.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble	77 77
	1.2.9.2 Les recettes	82
	1.2.9.3 Les dépenses	84
	1.2.9.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale	85
1.2.10	L'activité boursière au Luxembourg	96

Chap	oitre 2	LES OPÉRATIONS DE LA BCL	101
	2.1	Les opérations de la politique monétaire	101
	2.2	La gestion des réserves de change par la BCL	108
	2.3	La gestion des avoirs de la BCL	108
	2.3.12.3.22.3.3	Structure institutionnelle Cadre conceptuel Structure des portefeuilles	108 109 110
	2.4	Les billets de banque et la circulation des signes monétaires	111
	2.4.1 2.4.2 2.4.3	L'évolution de la circulation des signes monétaires 2.4.1.1 Les signes monétaires en euros 2.4.1.2 Les signes monétaires en francs luxembourgeois La gestion des signes monétaires Les émissions numismatiques	111 111 113 114 115
	2.5	Les développements dans le domaine statistique	116
	2.5.1 2.5.2 2.5.3 2.5.4	Les statistiques monétaires et financières La balance des paiements et la position extérieure globale Les comptes financiers La norme spéciale de dissémination de données du Fonds monétaire international (FMI)	116 116 116 116
	2.6	Les systèmes de paiement et de règlement-titres	117
	2.6.1	Le système de règlement brut en temps réel 2.6.1.1 L'activité de LIPS-Gross au cours de l'année 2005 2.6.1.2 TARGET2	117 117 121
	2.6.22.6.3	Le système de compensation interbancaire LIPS-Net Le cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème	121 123
	2.6.4	 2.6.3.1 La liste des actifs éligibles 2.6.3.2 L'utilisation des systèmes de règlement des opérations sur titres par l'Eurosystème Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) 	123 124 124
	2.6.5	Le Night Time Link avec Clearstream	125
	2.7	Contribution à la stabilité financière	126
		La surveillance macro-prudentielle	126
	2.7.2	La surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres	127

TABLE DES MATIÈRES

Chapitre 3	LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES	129
3.1	L'activité au niveau du Fonds monétaire international (FMI)	
	et d'autres organisations internationales	129
3.2	L'activité au niveau européen	129
3.2.1	Le projet de constitution européenne	129
3.2.2	L'élargissement de l'Union européenne	129
3.2.3	Le Pacte de stabilité et de croissance	129
3.2.4	Le Comité économique et financier	130
3.2.5	Le Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements	130
3.2.6	Les Comités consultatifs	131
	3.2.6.1 Le Comité statistiques	131
	3.2.6.2 La Commission consultative statistiques monétaires et financières	131
	3.2.6.3 La Commission consultative balance des paiements	131
3.3	L'activité au niveau national	131
3.3.1	L'actualité législative	131
	3.3.1.1 Droit monétaire 3.3.1.2 Droit financier	131 131
3.3.2	Les comités externes	133
	3.3.2.1 Le Comité de conjoncture	133
	3.3.2.2 La Commission de l'indice des prix à la consommation	133
	Les comités BCL	134
	Les actions de formation de la BCL	134
3.3.5	Les manifestations extérieures 3.3.5.1 Conférences et réunions internationales	134 134
	3.3.5.2 Relations bilatérales	135
	3.3.5.3 Autres réunions à Luxembourg	135
	3.3.5.4 Décès de M. Wim Duisenberg, premier Président de la BCE	136
3.4	La communication de la BCL	136
3.4.1	Les bulletins périodiques	136
3.4.2	Les cahiers d'études	137
3.4.3	Le site Internet	137
3.4.4	La Bibliothèque	137

Cha	pitre 4	LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION	139
	4.1	Gouvernement d'entreprise et organisation de la BCL	139
	4.1.1	Le Conseil et le Comité d'audit	139
		La Direction	139
		Les mécanismes de contrôle	139
		Rapports, comptes et budget Les Codes de conduite	140 140
		L'organigramme de la BCL	140
	4.2	Le personnel de la BCL	142
	4.2.1	L'évolution des effectifs	142
	4.2.2	La gestion des ressources humaines	143
		La formation du personnel	143
	4.2.4	Le Fonds de pension	144
	4.3	Les immeubles	145
	4.4	La comptabilité et le budget	145
	4.4.1	La comptabilité et les finances	145
		Le budget	146
	4.5	Les activités d'audit interne	147
	4.5 4.6	Les activités d'audit interne Les comptes financiers au 31 décembre 2005	147 148
	4.6 4.6.1	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan	148 148
	4.6 4.6.1 4.6.2	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises	148 148 149
	4.6 4.6.1 4.6.2 4.6.3	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan	148 148
	4.6 .1 4.6.2 4.6.3 4.6.4	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005	148 148 149 150
	4.6 .1 4.6.2 4.6.3 4.6.4	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005	148 148 149 150 152
	4.6 4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005	148 148 149 150 152
Cha	4.6 4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005	148 148 149 150 152
Cha	4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5 4.6.6	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005	148 148 149 150 152 152 153
Cha	4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5 4.6.6	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005 ANNEXES	148 148 149 150 152 152 153
Cha	4.6 4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5 4.6.6	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005 ANNEXES Liste des circulaires de la BCL publiées en 2005	148 148 149 150 152 152 153 169
Cha	4.6 4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5 4.6.6 pitre 5 5.1	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005 ANNEXES Liste des circulaires de la BCL publiées en 2005 Publications de la BCL	148 148 149 150 152 152 153 169 169
Cha	4.6 4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5 4.6.6 pitre 5 5.1 5.2	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005 ANNEXES Liste des circulaires de la BCL publiées en 2005 Publications de la BCL Statistiques économiques et financières de la BCL	148 148 149 150 152 152 153 169 169 170
Cha	4.6 4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5 4.6.6 pitre 5 5.1 5.2 5.3	Les comptes financiers au 31 décembre 2005 Les chiffres-clés à la clôture du bilan Le rapport du Réviseur d'entreprises Le bilan au 31 décembre 2005 Le hors bilan au 31 décembre 2005 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005 ANNEXES Liste des circulaires de la BCL publiées en 2005 Publications de la BCL Statistiques économiques et financières de la BCL Liste des abréviations	148 148 149 150 152 152 153 169 169 170 172

MOT DU PRÉSIDENT



Le 8 juin 2006, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever de 25 points de base les taux directeurs de l'Eurosystème, portant ainsi le taux des opérations principales de refinancement à 2,75%. Le processus de hausse des taux d'intérêt entamé fin 2005 reflète les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix et obéit à la stratégie éprouvée de politique monétaire de l'Eurosystème. La poursuite de l'ajustement apporté à l'orientation accommodante de la politique monétaire contribue à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme dans la zone euro à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. La poursuite de l'objectif prioritaire de la BCE de stabilité des prix est la meilleure contribution de la politique monétaire, dans la durée, à la croissance économique et la création d'emplois. Suite à cette hausse, les taux d'intérêt se situent toujours à des niveaux historiquement bas, la liquidité reste abondante ; la politique monétaire demeure accommodante.

Les projections macro-économiques des services de l'Eurosystème du mois de juin 2006 tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 1,8% et 2,4% en 2006 et 1,3% et 2,3% en 2007. La hausse moyenne de l'indice global des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro devrait s'inscrire entre 2,1% et 2,5% en 2006 et entre 1,6 % et 2,8 % en 2007.

Au Luxembourg, l'inflation a atteint 2,5% en moyenne en 2005, contre 2,2% l'année précédente, creusant ainsi encore les écarts par rapport aux pays limitrophes. Selon les dernières projections de la BCL, l'inflation mesurée par l'IPCN demeurerait, en moyenne, supérieure à 2% sur l'horizon de prévision et l'accélération de l'inflation globale, de 2,5% en 2005 à 2,8% en 2006, refléterait de fortes contributions des composantes énergie et services.

Le différentiel d'inflation qui s'aggrave par rapport aux autres pays de la zone euro est particulièrement inquiétant. Il peut être le fruit de relèvements des impôts indirects et des tarifs publics, de développements salariaux non alignés sur les pays partenaires ainsi que le produit d'inefficiences structurelles enracinées. Ces problèmes sont à résoudre au plan national.

La modulation de l'indexation devrait freiner l'augmentation des coûts salariaux unitaires. Cependant, selon nos projections qui intègrent les effets de cette modulation, la détérioration de la compétitivité devrait continuer jusqu'à fin 2008. En effet, l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie serait sujet à une dégradation supplémentaire de 3,1% sur la période en question.

La croissance de l'économie luxembourgeoise s'est stabilisée à 4,0 % en 2005, contre 4,2% l'année précédente. Cependant, l'activité s'est accélérée durant le courant de l'année pour atteindre un taux de croissance de 5,7% durant le quatrième trimestre de 2005. La BCL a revu à la hausse ses projections de la croissance économique pour l'année 2006, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 4,4% à 5,0%. Le ralentissement de la demande internationale, prévu pour l'année prochaine, laisse présager une baisse de la croissance économique en 2007, qui se situerait ainsi entre 3,4% et 4,4%. Le Luxembourg connaîtrait donc une quatrième année consécutive de croissance économique appréciable.

Malgré cette croissance bien au-delà de la moyenne enregistrée dans la zone euro, une augmentation rapide des dépenses de l'Etat central a creusé le déficit des finances publiques qui a augmenté de 1,1% du PIB en 2004 à 1,9% du PIB en 2005. Ces résultats confirment le bien-fondé des appels à la prudence budgétaire formulés par la BCL au cours des dernières années.

Lors des réformes annoncées le 2 mai 2006, le gouvernement a affirmé sa volonté de réduire le déficit des administrations publiques à 1% du PIB en 2007 et de renouer avec l'équilibre budgétaire en 2009. En outre, une série de mesures spécifiques de consolidation budgétaire a été annoncée à cette même occasion.

Le chômage (au sens strict) est passé de 3,9% à 4,2% en 2005. Cette augmentation du taux de chômage a eu lieu en dépit d'une progression annuelle de l'emploi total de 3,2% en 2005 et s'est poursuivie durant les premiers mois de 2006, au cours desquels certains licenciements collectifs ont été annoncés.

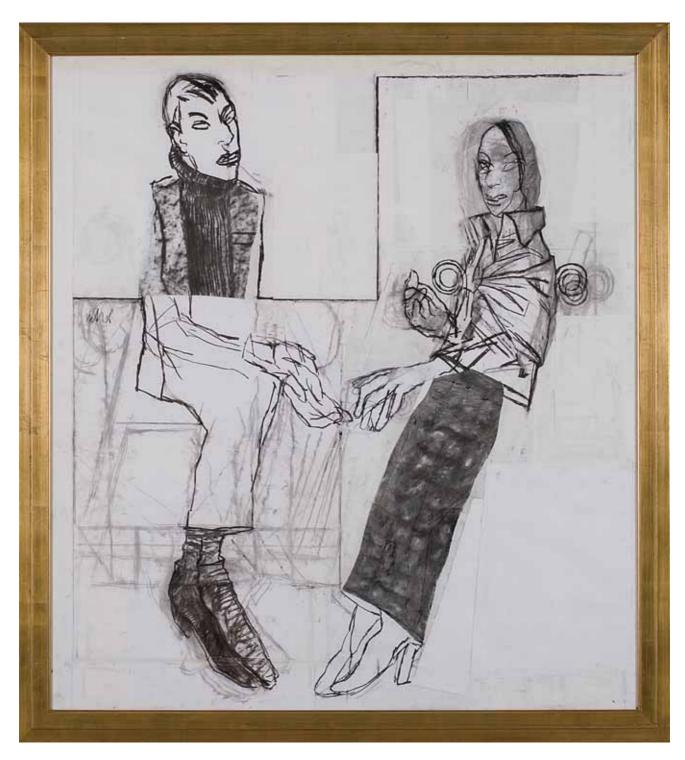
Des mesures structurelles restent indispensables afin d'induire un assainissement durable des finances publiques. Elles devraient avant tout viser à ralentir la croissance des dépenses des administrations publiques, y compris des pensions. L'intention du gouvernement de ralentir la progression nominale des dépenses de l'Etat central à 4% par an revêt à cet égard une importance cruciale. Par ailleurs, des mesures structurelles pourraient remédier au chômage tout en garantissant une meilleure adéquation entre l'offre et la demande de travail. Ces mesures sont d'autant plus nécessaires que le secteur financier risque d'atteindre un seuil de maturité à l'avenir.

Le secteur des pensions n'est affecté que de façon incidente par les mesures gouvernementales annoncées début mai 2006. Cependant, les observateurs extérieurs, en particulier la Commission européenne, mettent en exergue la forte augmentation attendue des dépenses de pensions au Luxembourg, qui croîtraient de plus de 7% du PIB de 2004 à 2050. Le présent rapport annuel comprend des pistes de réflexion sur le passage d'un système de répartition vers un système de capitalisation, qui contribuerait à améliorer les perspectives budgétaires de la sécurité sociale tout en prémunissant cette dernière contre une éventuelle inflexion à la baisse de la croissance économique.

Au terme de longs travaux, la BCL a adressé au gouvernement un projet de modification de sa loi organique. Il s'agit de doter la BCL d'un cadre approprié tenant compte de l'évolution de ses propres activités et de celles de l'Eurosystème en général, ainsi que des besoins spécifiques d'adaptation de la législation financière au Luxembourg.

Dans le souci permanent d'améliorer son efficacité et de mettre à jour ses structures, la Banque centrale a lancé durant le deuxième semestre de 2005 une réorganisation intitulée "BCL en mouvement". Un des principaux objectifs de cette initiative est d'élargir l'autonomie des responsables hiérarchiques et de renforcer l'efficacité des prises de décision. En outre, les talents des agents seront mobilisés de manière accrue à travers une gestion active des ressources humaines, tandis que la communication interne sera renforcée.

Yves Mersch

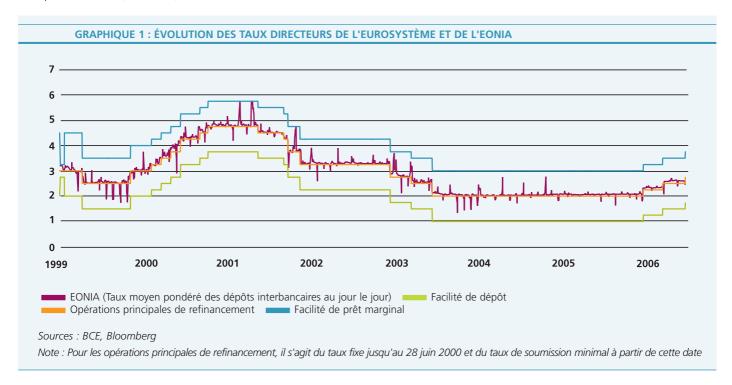


Artiste: Roland Schauls Titre: Sans titre Support: Fusain sur papier Format: 130 x 120 cm Collection BCL

1.1 La situation économique au niveau international

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

Après avoir maintenu les taux directeurs à des niveaux historiquement bas pendant deux ans et demi, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé, au cours de la période sous revue, de relever les taux d'intérêt à trois reprises. Ainsi, les taux directeurs ont été relevés de 25 points de base en décembre 2005, ainsi qu'en mars et en juin de l'année en cours. Le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'inscrit donc désormais à 2,75%, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés respectivement à 1,75% et 3,75%.



Il convient de souligner que les taux directeurs ont été laissés inchangés pour la majeur partie de l'année passée, principalement en raison de l'évolution atone de la croissance économique dans la zone euro au début de la période sous revue.

Si la croissance économique s'était légèrement atténuée entre le second semestre 2004 et le premier semestre 2005 en raison pour partie de la hausse des prix du pétrole, l'activité économique a néanmoins repris vigueur au cours de la période sous revue.

Dans l'ensemble, sur base annuelle, le PIB en volume a progressé (en données partiellement corrigées du nombre de jours ouvrés) de 1,4% en 2005, après 1,8% en 2004 ; au premier trimestre 2006, une croissance économique de 1,9% a été enregistrée par rapport au premier trimestre de 2005. Les décisions de politique monétaire ont été prises dans un contexte d'ajustements à la baisse des projections de croissance établies par les experts de l'Eurosystème et les perspectives de croissance ne s'amélioraient que vers la fin de l'année passée. Ce redressement de l'activité économique est attribuable à la croissance soutenue de la demande mondiale, à l'importante hausse de la rentabilité des entreprises et aux conditions de financement très favorables ; c'est d'ailleurs grâce à ces éléments que la zone euro a su afficher une certaine résistance face aux niveaux records des prix du pétrole en 2005 et encore en 2006.

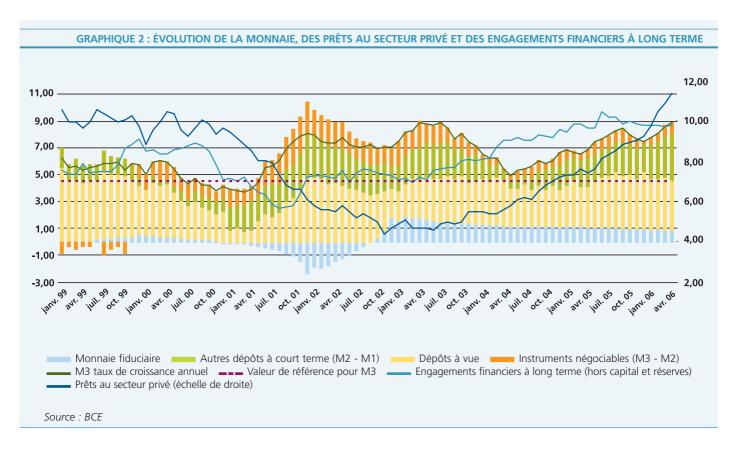
Malgré cette forte augmentation des prix pétroliers, les tensions inflationnistes internes ont été mitigées par l'évolution modérée des salaires ainsi que par l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Néanmoins, l'impact du renchérissement du pétrole et, dans une moindre mesure, des prix administrés et des impôts indirects, a porté l'inflation globale à des niveaux parfois nettement supérieurs à 2%. Au total, l'IPCH a affiché une progression annuelle de 2,2% en 2005 et de 2,3% au premier trimestre 2006; en avril 2006, l'IPCH fut égal à 2,4%, alors que l'estimation rapide d'Eurostat fait apparaître un taux d'inflation de 2,5% en mai.

La décision du Conseil des gouverneurs de ne pas relever les taux directeurs de l'Eurosystème avant fin 2005 s'explique donc dans une grande mesure par le fait que l'activité économique et les tendances inflationnistes ne se sont renforcées qu'au cours de la deuxième moitié de la période sous revue. Les projections les plus récentes établies en juin 2006 par les experts de l'Eurosytème indiquent que les projections de croissance pour cette année n'ont guère changé, alors qu'elles ont été légèrement révisées à la baisse pour l'année prochaine : s'agissant de l'inflation, les projections ont été légèrement révisées à la hausse pour 2006. Les ajustements des taux d'intérêt contribueront à ce que les anticipations d'inflation à moyen et à long termes resteront solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

L'ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire s'explique également par rapport aux développements monétaires qui ont signalé des risques accrus pesant sur la stabilité des prix à moyen et à long termes. La croissance de la masse monétaire s'est nettement renforcée au cours de la période sous revue et demeure supérieure à sa valeur de référence de 4,5%; par conséquent, l'abondance de liquidité accumulée dans la zone euro s'est accentuée et la masse monétaire continue à excéder le volume requis pour assurer une croissance non-inflationniste.

La modération de la croissance monétaire au dernier trimestre 2005 ne fut que transitoire et s'inscrit dans le cadre d'une tendance haussière des taux de croissance annuels de l'agrégat large. En effet, la progression annuelle de M3 est passée de 6,6% au premier trimestre 2005 à 8,2% au troisième trimestre, avant de fléchir brièvement pour s'inscrire au-dessus de 8% au premier trimestre 2006; en avril, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 8,8%.

La dynamique monétaire continue à s'expliquer par l'évolution des composantes les plus liquides de M3, tirées par l'effet stimulant du faible niveau des taux d'intérêt qui implique que les coûts d'opportunité associés à la détention d'actifs monétaires liquides sont relativement peu élevés. Si en 2004 la normalisation des choix de portefeuille en faveur d'actifs à risque plus élevé avait exercé un effet modérateur sur la dynamique de croissance de l'agrégat large, le processus de réaménagement de portefeuille s'est ralenti en 2005, malgré une reprise de ce processus au quatrième trimestre et dans une moindre mesure au premier trimestre de l'année en cours. Cette observation est soutenue par plusieurs développements. En premier lieu, la décomposition de l'agrégat large démontre que la contribution des instruments négociables (M3 - M2) au taux de croissance annuel de M3 a légèrement augmenté en 2005 ; à rappeler que ces instruments sont fréquemment détenus par les ménages et les entreprises à des fins d'épargne sûre si l'incertitude économique et financière augmente, comme c'était le cas entre 2001 et mi-2003. Deuxièmement, alors que le réaménagement de portefeuille au profit des engagements financiers à long terme non repris dans M3 a continué, ce processus ne s'est en moyenne pas considérablement accéléré. Finalement, il est utile de souligner que l'évolution des créances nettes des institutions financières monétaires (IFM) sur les non-résidents témoigne également d'un ralentissement du processus de réaménagement de portefeuille, du moins lors des trois premiers trimestres de l'année. Plus récemment, le fléchissement des entrées nettes de capitaux dans la zone euro pourrait être associé à une augmentation d'investissements dans des titres étrangers plus risqués, ce qui entraîne une modération de la croissance de M3.



Le faible niveau des taux d'intérêt a également alimenté la croissance des prêts des IFM au secteur privé, notamment des prêts au logement ; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé dépasse d'ailleurs les 10% depuis février 2006. Dans ce contexte, l'évolution des prix des logements dans plusieurs pays de la zone euro a exigé un suivi attentif.

Il convient de noter que le renforcement de la dynamique monétaire depuis la mi-2004 est d'une nature différente que le raffermissement de la croissance de M3 observé entre 2001 et début 2003 : alors que le raffermissement monétaire fut accompagné entre 2001 et début 2003 d'un fléchissement du taux de croissance annuel des prêts au secteur privé, évolution liée à l'incidence des arbitrages de portefeuille qui résultaient de l'incertitude économique et financière accrue, l'accroissement de la masse monétaire depuis la mi-2004 s'est produit en parallèle avec une hausse des taux de croissance annuels des prêts au secteur privé, ce qui est sans doute dans une large mesure imputable à des éléments fondamentaux tels que l'effet stimulant du bas niveau des taux d'intérêt.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

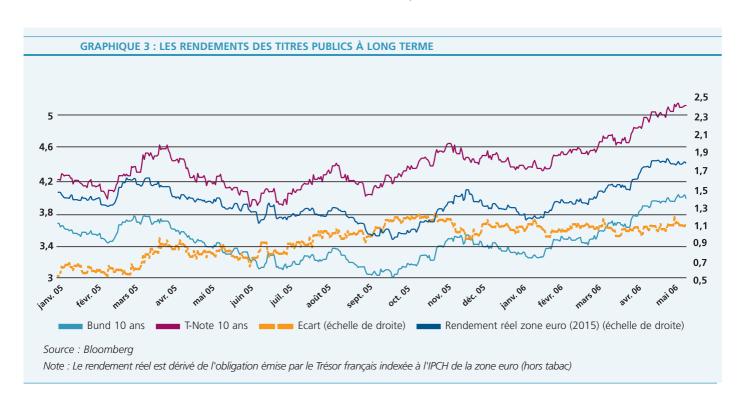
En 2005, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro ont atteint des niveaux historiquement bas. De façon plus générale, cette évolution s'inscrit dans le cadre d'un faible niveau des rendements des titres publics à long terme sur tous les principaux marchés obligataires. Ces développements étaient liés à une multitude de facteurs structurels qui ont influencé les marchés obligataires mondiaux. L'évolution tendancielle des rendements obligataires à long terme fut donc largement similaire des deux côtés de l'Atlantique, malgré quelques découplages suite aux développements conjoncturels divergents dans ces économies qui ont fait en sorte que l'écart entre les rendements américains et ceux de la zone euro s'est creusé davantage au cours de l'année passée. Ces éléments conjoncturels ont évidemment également influencé les politiques monétaires respectives aux Etats-Unis et dans la zone euro : alors que les taux directeurs américains ont été relevés de 275 points de base entre début 2005 et mai 2006, les hausses des taux directeurs étaient nettement plus modérées dans la zone euro.

Les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro mesurés ici par les taux sur les titres publics allemands s'élevaient à 3,7% en début 2005 avant d'entamer une décrue pour s'établir au niveau historiquement bas de 3,1% en septembre. Par la suite, ils se sont inscrits en hausse pour clôturer la période à environ 4,0% fin mai 2006, soit 30 points de base au-dessus de leur niveau de janvier 2005. Quant aux rendements des titres publics américains, la T-note à dix ans affichait 4,2% en début 2005 pour dépasser les 5,1% en mai 2006.

Les développements structurels ayant contribué au bas niveau des rendements obligataires découlent essentiellement de la demande accrue émanant de plusieurs sources. En premier lieu, la demande des investisseurs institutionnels s'est accrue, notamment celle des fonds de pension ; ce développement est associé à des changements dans le cadre réglementaire des fonds de pension et des assurances-vie dans la zone euro et aux Etats-Unis qui ont pour objet d'assortir l'échéance des actifs de ces investisseurs à leurs engagements à long terme. L'épargne croissante des baby-boomers et la demande accrue pour les obligations qui en découle ont probablement également contribué au faible niveau des rendements obligataires.

A ces facteurs s'ajoutent encore l'accroissement de la demande émanant des pays exportateurs de pétrole qui ont enregistré un surplus d'épargne considérable depuis quelques années, ainsi que des banques centrales asiatiques qui ont continué à accumuler des réserves de change. En outre, les carry trades de la courbe des rendements comportements spéculatifs qui consistent à emprunter à des taux d'intérêt à court terme peu élevés afin d'investir dans des titres à plus long terme dont le rendement est plus important - ont sans doute exercé une pression à la baisse supplémentaire¹. Il convient de noter que les primes de risque sur les obligations à long terme étaient particulièrement basses en 2005 en raison d'une liquidité mondiale surabondante. Finalement, l'ancrage des anticipations inflationnistes est un autre élément susceptible d'avoir contribué au bas niveau des rendements obligataires à long terme.

Hormis ces tendances structurelles, un nombre d'éléments de nature plutôt conjoncturelle est responsable pour les fluctuations à court terme ainsi que pour l'évolution parfois divergente dans la zone euro et aux Etats-Unis. On distingue dans la zone euro deux grandes tendances des rendements obligataires à dix ans : une tendance baissière entre janvier et septembre 2005, suivie d'une inversion de cette tendance depuis la fin du troisième trimestre 2005.



Les carry trades peuvent évidemment se faire en plusieurs devises, par exemple en empruntant en yens à court terme et en investissant dans des titres à plus long terme libellés en dollars.

Ces grandes tendances sont d'ailleurs également discernables aux Etats-Unis, malgré quelques évolutions contrastées. Dans la zone euro, ces tendances témoignent largement des perspectives de croissances plutôt modestes jusqu'en septembre 2005, comme le reflètent les développements du rendement de l'OAT€i à dix ans (obligation émise par le Trésor français indexée sur l'IPCH hors tabac de la zone euro). En effet, ces rendements constituent un indicateur de mesure de la perception des opérateurs de marché concernant l'évolution future de l'activité économique et le recul des rendements réels jusqu'en septembre 2005 est à interpréter comme une révision à la baisse, par les opérateurs de marché, des anticipations de croissance dans la zone euro.

Dès le début de l'année passée les rendements obligataires à dix ans ont atteint des niveaux très bas en raison pour partie de la demande accrue émanant des investisseurs institutionnels. Après un bref rebond des rendements entre mi-février et mi-mars 2005, rebond qui fut d'ailleurs plus prononcé aux Etats-Unis que dans la zone euro à cause des attentes plus sévères relatives au resserrement de la politique monétaire américaine, les rendements obligataires ont à nouveau fléchi des deux côtés de l'Atlantique en raison d'une révision à la baisse des anticipations de croissance, mais aussi dans le cadre d'un apaisement des inquiétudes en matière d'inflation. Entre juin et mi-août 2005, les rendements à long terme ont à nouveau rebondi brièvement suite à la publication de données macroéconomiques propices aux Etats-Unis, mais aussi en raison des enquêtes de conjoncture favorables dans la zone euro. Ce redressement fut encore une fois plus prononcé aux Etats-Unis où le Système fédéral de réserve poursuivait sa politique de resserrement monétaire ; par conséguent, l'écart entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro s'est davantage accru. La flambée des prix pétroliers en août suite à l'activité des ouragans aux Etats-Unis a cependant conduit à la réapparition de craintes concernant les perspectives de croissance économique. En dépit de cela, le Système fédéral de réserve se montra plus soucieux quant à l'impact potentiel de la hausse des cours du pétrole sur l'évolution des prix.

Après avoir atteint des niveaux historiquement bas en septembre 2005, les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro ont entamé une période haussière lors de laquelle ils se sont redressés considérablement, largement en raison d'une révision à la hausse des anticipations de croissance économique ; les attentes relatives à une éventuelle hausse des taux directeurs ont sans doute contribué à ces développements.

Les rendements américains avaient déjà commencé à se redresser quelque peu auparavant suite au regain d'optimisme relatif aux perspectives de croissance aux Etats-Unis, étant donné que l'impact des ouragans sur la capacité productive du pays avait été surestimé. Ces évolutions s'inscrivent d'ailleurs dans le cadre d'un retrait temporaire des prix du pétrole à partir de fin-août et jusqu'à fin-novembre.

Le raffermissement des perspectives de croissance s'est largement poursuivi en 2006, malgré la publication de données décevantes concernant l'évolution du PIB américain au dernier trimestre de 2005 et la nouvelle flambée des cours du pétrole à partir de décembre ; les pressions inflationnistes se sont toutefois renforcées en 2006, surtout aux Etats-Unis. La hausse continue des rendements obligataires a sans doute également reflété les attentes des opérateurs de marché quant aux resserrements futurs des politiques monétaires américaines et de la zone euro, bien que les opérateurs de marché commencent à s'interroger sur la fin du cycle du durcissement monétaire du Système fédéral de réserve.

1.1.3 Les marchés boursiers

Après une évolution plutôt modérée et parfois négative des principaux indices boursiers internationaux entre janvier et mai 2005, les marchés ont entamé une longue période lors de laquelle ils ont progressé vigoureusement, notamment dans la zone euro mais surtout au Japon. La performance exceptionnelle du Nikkei 225 fut liée à la poursuite du redressement économique qui s'est d'ailleurs accéléré au cours de l'année passée, alors que la progression modeste du Standard and Poor's 500 pourrait être partiellement imputable à l'appréciation du dollar face au yen et à l'euro en 2005.

L'indice boursier japonais a progressé de 40% entre fin 2004 et fin 2005 (clôturant l'année à 16 111 points) ; le S&P 500 et le Dow Jones EuroStoxx ont enregistré des hausses de respectivement 3% et de 23% pour s'établir à 1 248 points et 329 points en fin 2005. Entre fin 2005 et fin mai 2006, le S&P 500 et le Dow Jones EuroStoxx ont continué de progresser, augmentant de 2% et 4% respectivement ; le Nikkei a chuté de 4%, ayant progressé jusqu'en avril mais retombant par la suite aux niveaux de fin 2005. Le retrait des cours depuis mai 2006 est en premier lieu imputable à la réapparition de craintes inflationnistes et aux anticipations des décisions de politique monétaire y relatives, ainsi qu'à l'accroissement de la volatilité sur les marchés boursiers.

La progression des principaux cours boursiers s'est faite malgré une hausse très importante des cours du pétrole en 2005 et en début 2006. Si dans le passé le renchérissement du pétrole a conduit à un repli généralisé des cours de bourse, on constate que les marchés boursiers internationaux ont largement résisté au choc pétrolier de l'année passée et encore en début d'année. Ceci est particulièrement le cas pour l'évolution du Nikkei 225 qui d'habitude est nettement plus sensible aux cours du pétrole mais qui a néanmoins affiché une progression extraordinaire.

La résistance des principaux indices boursiers à la hausse des prix de l'énergie s'explique par le fait que les opérateurs de marché ont attribué moins d'importance aux éléments qui influent normalement sur les cours boursiers. Tout d'abord, les économies avancées sont nettement moins dépendantes du pétrole que cela n'était le cas lors des flambées précédentes. Ensuite, les cours du pétrole élevés sont pour partie le résultat d'une demande très prononcée de nouveaux pays, dans le contexte d'une croissance économique mondiale toujours impressionnante. Ces deux facteurs impliquent que la croissance économique fut beaucoup moins susceptible de se ralentir face à la montée des prix pétroliers, même si l'activité économique dans la zone euro resta modeste en 2005 et que celle des Etats-Unis s'est quelque peu atténuée au cours de l'année.

Les effets de la demande à la hausse sont relayés par des effets du côté de l'offre liés aux troubles géographiques et au manque d'investissements. En outre, il serait utile de rappeler qu'une partie des entreprises comprises dans les indices larges exercent également leur activité dans d'autres régions que celles où les marchés boursiers respectifs sont situés. L'impact du choc pétrolier par le biais d'une éventuelle hausse des coûts des entreprises fut d'ailleurs largement mitigé par l'absence d'effets de second tour puisque la hausse des cours du pétrole n'a pas eu d'effet considérable sur le processus de fixation des salaires. C'est sans doute dans ce contexte qu'il convient d'ailleurs de comprendre l'évolution très propice des bénéfices par action courants et anticipés, évolution qui a largement contribué à la progression importante des principaux cours boursiers. Les niveaux exceptionnellement faibles des rendements obligataires à long terme, qui servent de taux d'actualisation des revenus futurs anticipés, ont également apporté leur support aux marchés boursiers. S'agissant du Japon, il convient de rappeler que les craintes déflationnistes se sont fortement apaisées depuis un certain temps ; en plus, la reprise de l'activité économique au Japon est moins tributaire du niveau des exportations et davantage tirée par la demande intérieure. Celle-ci demeure le principal moteur de la croissance économique nippone qui s'est renforcée de façon graduelle et continue tout au long de la période, portant le Nikkei 225 à des niveaux qui n'ont pas été enregistrés depuis juillet 2000.

C'est sous cet angle qu'il faut interpréter la progression relativement modeste des trois indices boursiers lors des premiers mois de l'année passée. Il est vrai que les bénéfices par actions étaient importants en début d'année, néanmoins les opérateurs de marché se montraient soucieux de l'effet que pourrait avoir le renchérissement du pétrole sur la profitabilité des entreprises et sur l'économie mondiale. Ces inquiétudes se sont renforcées en avril 2005 à la lumière de nouvelles publications de données mitigées (surtout aux Etats-Unis) indiquant que l'activité économique future serait peut-être plus morose qu'anticipée jusque-là. Au Japon, la progression du Nikkei fut sans doute entravée par les tensions politiques avec la Chine.

Les cours de bourse ont toutefois été soutenus par la baisse continue des rendements obligataires ainsi que par la robustesse des bons résultats des entreprises, et les marchés entamaient alors une longue période de croissance couvrant toute la période sous revue, rarement entrecoupée par quelques courtes périodes de retrait ; les deux facteurs sus-mentionnés continuaient ensuite à supporter les marchés boursiers durant toute l'année. Le recul des prix pétroliers en avril et en mai soutenait également les cours, bien que suivi d'une envolée des cours qui touchaient de nouveaux sommets en août.

Les incertitudes relatives aux perspectives de croissance se sont toutefois rapidement dissipées par la suite. L'impact des ouragans sur la capacité productive des Etats-Unis s'avérait moins importante qu'anticipée, alors que la reprise économique dans la zone euro et surtout au Japon devenait de plus en plus ferme. La progression du Nikkei se poursuivait fortement en septembre, suite à la réélection de M. Koizumi et aux anticipations de privatisation de la poste. En octobre, la montée des tensions inflationnistes aux Etats-Unis et dans la zone euro suite à la hausse des prix pétroliers se répercutait sur les anticipations de politique monétaire, tandis qu'au Japon l'indicateur de confiance de la banque centrale était ressorti inférieur aux attentes ; les cours fléchissaient brièvement dans un contexte de volatilité accrue, avant de poursuivre leur trajectoire haussière.

L'évolution favorable de l'activité économique et la rentabilité continue des entreprises l'emportaient ensuite de plus en plus sur les autres éléments susceptibles d'avoir un effet modérateur, voire négatif, sur l'évolution des marchés boursiers. Néanmoins, au Japon quelques craintes apparaissaient à partir de décembre 2005 quant à la soutenabilité de la reprise économique et des gains enregistrés au cours des mois précédents. Le Nikkei 225 progressa alors dans un climat de volatilité prononcée qui se dégrada davantage à la suite d'une enquête relative à des présomptions de manipulation du marché par des cadres dirigeants d'une société Internet japonaise.

Le climat s'est toutefois amélioré plus récemment. Depuis avril de l'année en cours, la progression des cours de bourse a été freinée par la réapparition de craintes inflationnnistes ; les cours se sont par la suite considérablement déteriorés dans un climat de volatilité accrue.

1.1.4 Les taux de change

Pour la majeure partie de l'année passée, l'euro s'est globalement replié face à presque toutes les principales devises comprises dans le panier du taux de change effectif nominal², notamment face au dollar américain qui intervient avec un poids significatif dans ce calcul. S'il est vrai que l'évolution du taux de change bilatéral de l'euro face au dollar fait apparaître une tendance négative pendant pratiquement toute l'année, il faut cependant souligner que la dépréciation du taux de change effectif nominal ne dévoile pas les développements contrastés des autres devises qui interviennent avec un poids parfois nettement moins important.

Entre fin 2004 et fin 2005, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est déprécié de 7%, ce qui est largement attribuable à la dépréciation de l'euro contre le dollar dont le cours de change bilatéral s'établissait à USD 1,19 en fin 2005; la chute de l'euro par rapport à la devise américaine s'élève d'ailleurs à presque 13% et fait suite à une appréciation de 8% lors de l'année précédente. L'euro s'est également légèrement déprécié face à la livre sterling, qui intervient aussi avec un poids considérable dans le calcul du taux de change effectif. Par rapport au yen, l'euro est resté globalement inchangé. Entre début 2006 et fin mai, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est apprécié de 4%. L'euro s'est apprécié de 8% face au dollar; il s'est légèrement apprécié face au yen, alors que par rapport à la livre sterling la devise unique n'a enregistré qu'un faible recul.

Les éléments ayant exercé une influence sur les cours de change de l'euro demeuraient pertinents pendant l'ensemble de la période sous revue. Les craintes des opérateurs de marché de change concernant les déficits structurels aux Etats-Unis, notamment le déficit commercial, ont généralement conduit à une dépréciation du dollar par rapport à l'euro. Pendant la majeure partie de l'année, ces craintes ont cependant été contrecarrées par l'accroissement du différentiel des taux directeurs aux Etats-Unis par rapport aux autres économies principales et, dans ce contexte, par les données globalement positives concernant les flux d'investissement de portefeuille aux Etats-Unis.

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

Le Homeland Investment Act, qui a permis aux entreprises américaines de rapatrier à un taux d'imposition peu élevé les bénéfices accumulés par leurs filiales établies à l'étranger, a globalement soutenu la devise américaine. L'évolution tendancielle de l'euro face à la livre sterling et au yen japonais a largement suivi celle du cours euro-dollar. Au Japon, les anticipations relatives à la reprise économique ont eu un impact important sur les cours de change du yen; le yen a également été supporté par d'importants flux internationaux envers les marchés boursiers japonais.



Dès le début de l'année, l'apaisement des craintes relatives aux déficits structurels soutenait le dollar ; ensuite, les inquiétudes concernant le déficit commercial s'intensifiaient toutefois dans un contexte de spéculations quant à une éventuelle diversification des réserves de change détenues par les banques centrales asiatiques, et l'euro s'appréciait à nouveau, bien que légèrement. Depuis mars 2005, l'accroissement du différentiel des taux directeurs et obligataires aux Etats-Unis et dans la zone euro a cependant exercé un effet opposé. L'euro a entamé alors une période de plusieurs mois au cours de laquelle il s'est continuellement déprécié par rapport au dollar et à la livre sterling et, dans une moindre mesure, face au yen, cette tendance ayant sans doute été soutenue début juin par le rejet, en France et aux Pays-Bas, du Traité établissant une Constitution pour l'Europe.

Ces développements ont bien évidemment également entraîné la dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro : rien que pendant le premier semestre 2005, le taux de change effectif s'est déprécié de plus de 6%.

Après un bref rebond de l'euro entre juillet et août, la tendance négative s'est à nouveau amorcée et l'euro s'est déprécié par rapport au dollar jusqu'en novembre. L'écart croissant entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro a sans doute contribué à cette évolution. Le recul de l'euro fut cependant nettement moins important qu'a cours du premier semestre ; les opérateurs de marché estimaient que l'activité économique allait graduellement se redresser dans la zone euro, ce qui a modéré le repli de l'euro.

C'est aussi dans ce contexte qu'il faut comprendre l'appréciation, depuis fin juin, de l'euro par rapport à la devise nippone malgré des perspectives économiques japonaises de plus en plus favorables; la flambée des prix pétroliers a de plus eu un effet négatif sur le yen. L'impact de la faiblesse du yen sur le taux de change effectif nominal de l'euro a cependant été plutôt modeste, même compte tenu de la faible dépréciation de la livre sterling; l'appréciation du dollar et des devises asiatiques ancrées à la devise américaine de façon formelle ou de facto emportait le taux de change effectif vers son plus-bas niveau de l'année. La décision de la Chine, le 21 juillet, d'introduire graduellement plus de flexibilité dans son régime de change n'a d'ailleurs eu qu'un effet passager sur les cours.

A partir de décembre 2005, l'euro a inversé sa tendance par rapport au dollar. Les anticipations de politique monétaire et les signes de plus en plus pertinents, indiquant que l'activité économique dans la zone euro allait se renforcer, ont exercé une incidence sur l'euro, non seulement face au dollar mais aussi face aux autres devises principales.

Le 2 mai 2005, Chypre, la Lettonie et Malte ont intégré le mécanisme de change européen (MCE) II. Les cours pivots de ces monnaies par rapport à l'euro ont été arrêtés à CYP 0,585274 pour la livre chypriote, LVL 0,702804 pour le lats letton et MTL 0,429300 pour la lire maltaise.

Le 28 novembre 2005, la couronne slovaque a également été incluse au sein du MCE II ; son cours pivot par rapport à l'euro a été fixé à SKK 38,4550. Depuis leur intégration au sein du MCE II, ces devises sont restées proches de leurs cours pivots.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle moyenne de la zone euro, mesurée par l'IPCH, s'est élevée à 2,2% en 2005, soit 0,1 point de pourcentage de plus que les deux années précédentes. La flambée du cours du pétrole a constitué le principal impact haussier sur les prix à la consommation, comme en témoigne un rythme annuel moyen de 10,1% des prix de l'énergie, contre 4,5% en 2004.

Par contre, les tensions inflationnistes d'origine interne sont restées contenues en 2005, reflétant la poursuite de la modération salariale, ainsi qu'une moindre contribution à l'IPCH global de la fiscalité indirecte et des prix administrés. A noter aussi que l'orientation favorable des prix des produits manufacturés importés a contrebalancé quelque peu le renchérissement de l'énergie. Ainsi, le rythme de progression moyen annuel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés s'est établi à 1,5% en 2005, en recul par rapport aux 2,1% enregistrés en 2004.

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

	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2006 T1	2005 déc.	2006 janv.	2006 févr.	2006 mars	2006 avril	2006 mai
IPCH Global dont	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,2	2,4	2,5
- Produits alimentaires non transformés	2,1	0,6	0,8	-0,8	0,5	0,8	0,8	1,4	1,4	1,5	2,0	1,7	0,6	1,3	
- Produits alimentaires transformés	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,5	1,8	2,2	2,0	1,8	1,9	1,9	2,3	2,2	
- Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,5	0,6	
- Énergie	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,7	12,7	11,1	12,2	11,3	13,6	12,6	10,5	11,0	
- Services	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	1,9	2,1	2,0	2,0	1,9	2,1	
ICPH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,0	2,1	1,5	2,0	1,6	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,6	

Source : Eurostat

En ce qui concerne l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro début 2006, on note que le rythme de progression annuel de l'IPCH a été nettement supérieur à 2% au cours de la période allant de janvier à avril, en raison essentiellement de la persistance des tensions inflationnistes liées aux prix du pétrole. En effet, le taux de progression annuel de l'IPCH s'est inscrit à 2,4% en janvier, février et avril 2006, alors que la variation annuelle des prix de l'énergie ne cesse de dépasser les 10%.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH s'est établie à 2,5% en mai 2006. Bien qu'une ventilation détaillée des différentes composantes ne soit pas encore disponible, il est probable que les prix de l'énergie ont continué d'exercer des tensions à la hausse.

Les récentes projections établies par les services de l'Eurosystème indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,5% en 2006, pour se situer entre 1,6% et 2,8% en 2007. Par rapport aux projections macro-économiques publiées en décembre 2005, les intervalles de projection pour l'inflation de 2006 ont été revus à la hausse en raison de la montée des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix sont également basée sur le jugement que l'actuelle modération salariale va se poursuivre.

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

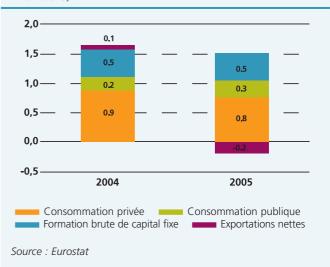
En 2005, la progression du PIB s'est établie à 1,4% au sein de la zone euro, en décélération par rapport à l'année précédente (1,8%). Cette perte de vitesse s'inscrit dans le sillage du ralentissement temporaire de la demande mondiale au premier semestre 2005 et des effets décalés de la hausse des cours du pétrole et de l'appréciation antérieure de l'euro. Dans l'ensemble, le diagnostic d'une croissance moins robuste qu'initialement projetée pour l'année 2005 a été confirmé. Soulignons toutefois que l'estimation préliminaire de la progression trimestrielle du PIB réel pour le premier trimestre 2006 laisse transparaître un redressement significatif de la conjoncture (+0,6%) en ligne avec les prévisions de renforcement graduel de l'activité, réalisées par l'Eurosystème, la Commission européenne et l'OCDE.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, l'infléchissement de la croissance annuelle de l'activité au cours de l'année 2005 peut être attribué à une moindre contribution tant des exportations nettes (-0,2 pp en 2005 après 0,1 pp en 2004) que de la demande domestique (1,5 pp après 2,0 pp en 2004).

Plus en détail, du côté de la demande domestique, c'est la moindre part contributive de la consommation privée qui explique son évolution en 2005. La croissance annuelle de cette composante s'est infléchie en 2005 en partie en raison de la faible contribution du revenu réel disponible qui a été particulièrement affecté par le renchérissement des prix de l'énergie. L'évolution du revenu disponible n'a pas été compensée par une diminution de l'épargne des ménages, lesquels sont demeurés relativement pessimistes vis-à-vis de l'évolution du marché du travail. Par ailleurs, la modeste augmentation de la part contributive de la demande publique (de 0,2 pp en 2004 à 0,3 pp en 2005) n'a pas réussi à compenser la baisse de la part contributive de la demande privée. En outre, la contribution de la formation brute de capital fixe s'est stabilisée (0,5 pp en 2004 et 2005) à un niveau positif en phase avec l'environnement favorable créé par des conditions de financement toujours propices, la hausse de la demande mondiale et les gains de rentabilité et d'efficacité réalisés par les entreprises.

Sur le plan extérieur, le recul de la part contributive du solde extérieur au cours de l'année sous revue est lié au fait que la perte de vitesse significative de la progression des exportations (de 6,5% en 2004 à 3,8% en 2005) s'est accompagnée d'une décélération d'une moindre amplitude des importations (de 6,7% à 4,6%). Les effets décalés de l'appréciation de l'euro, combinés au ralentissement temporaire de la demande mondiale au cours du premier semestre 2005 notamment, constituent les principaux facteurs explicatifs de la décélération marquée de la progression des exportations.

GRAPHIQUE 6 : CONTRIBUTIONS DES DIFFÉRENTES COMPOSANTES À LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB (EN PP À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS ET HORS VARIATION DE STOCKS)



Les projections de la croissance annuelle du PIB en volume de la Commission européenne et de l'OCDE pour 2006 et 2007 tablent sur une consolidation progressive de l'activité économique. Les dernières projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin 2006 relatives à la croissance du PIB en volume affichent quant à elles une progression du PIB comprise entre 1,8 % et 2,4 % pour 2006 et entre 1,3 % et 2,3% pour 2007. A noter que ces projections sont demeurées inchangées pour 2006 et ont été revues à la baisse pour 2007 par rapport aux projections de la BCE de mars 2006. Néanmoins, les conditions d'un renforcement de l'activité économique apparaissent toujours réunies malgré des risques à la baisse pesant sur la croissance, liés à l'impact de la hausse des cours du pétrole.

De fait, sur le plan interne, la croissance de la consommation privée devrait bénéficier de la hausse attendue du revenu disponible réel dans le contexte d'une progression plus forte de l'emploi et être affectée dans son profil par les hausses importantes de taxations indirectes décidées pour 2007; elle pourrait ainsi se fixer dans des intervalles de 1,4% et 1,8% en 2006 et de 0,5% et 1,7% en 2007. Les conditions de financement très favorables, les excellents résultats des sociétés et les restructurations d'entreprises ont créé un environnement propice à l'investissement qui pourrait s'inscrire entre 2,3% et 4,5% en 2006 et entre 1,6% et 4.8% en 2007. La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des fourchettes de 1,3% et de 2,3%, et de 0,7% et 1,7% respectivement au cours des deux années de projections sous revue.

Sur le plan extérieur, la croissance de l'économie mondiale est demeurée soutenue, stimulant dans son sillage la progression annuelle des exportations de la zone euro qui devrait dès lors se fixer dans des fourchettes de respectivement 5,2% et 8,0% en 2006 et 3,3% et 6,5% en 2007. Parallèlement, sous l'effet du raffermissement de la demande interne présentant un contenu en importations notable, la croissance des importations de la zone euro pourrait demeurer relativement robuste tout au long de l'horizon des projections se fixant dans des intervalles de 5,3% et 8,7% en 2006 et de 2,8% et 6,2% en 2007. Dès lors, en écho à ces évolutions, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre sur la période de projections.

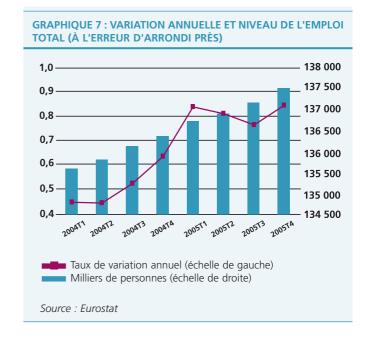
En résumé, ces projections reposent sur un scénario de reprise conjoncturelle classique caractérisé par un redémarrage des exportations en 2004 et qui s'est poursuivi par un redressement de l'investissement des entreprises en 2005 qui va se compléter par une transmission de la dynamique de croissance à la consommation privée.

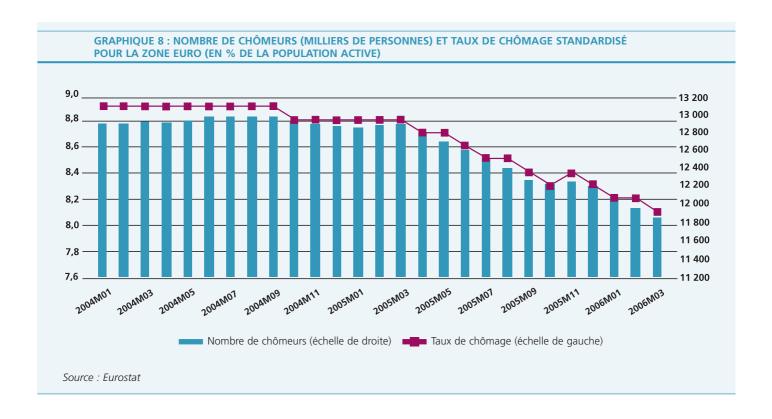
TABLEAU 2 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACRO-ÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO											
2005 2006 2007											
Prévisions de la Commission européenne											
PIB réel	1,3	1,9	2,1								
Prévisions de l'OCDE											
PIB réel	1,4	2,1	2,2								
Projections de l'Eurosystème (intervalles)											
PIB réel	1,4	1,8 - 2,4	1,3 - 2,3								
Consommation privée	1,4	1,4 - 1,8	0,5 - 1,7								
Consommation publique	1,4	1,3 - 2,3	0,7 - 1,7								
Formation brute de capital fixe	2,5	2,3 - 4,5	1,6 - 4,8								
Exportations de biens et de services	4,1	5,2 - 8,0	3,3 - 6,5								
Importations de biens et de services	5,0	5,3 - 8,7	2,8 - 6,2								
Sources : Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE											

La situation sur le marché du travail s'est améliorée tout au long de l'année 2005. Pour rappel, après être restée largement inchangée en 2003 autour de 0,6%, la croissance annuelle de l'emploi s'est consolidée en 2004 passant de 0,4% à 0,8% entre le premier et le dernier trimestre. Les données relatives à l'année 2005 décrivent une stabilisation de la progression de l'emploi autour de 0,8%.

La hausse de la création nette d'emplois se fait désormais aussi sentir sur le front du chômage qui, après un plafonnement durant toute l'année 2004 autour de 8,9% en moyenne, s'est inscrit en baisse tout au long de l'année 2005 (passant de 8,8% à 8,3% de janvier à décembre soit une moyenne annuelle de 8,6%). Les données disponibles sur le front du chômage au cours du premier trimestre 2006 étayent ce scénario d'embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle au cours de ces trois mois pour ne plus afficher que 8,1% en mars 2006.

Les perspectives demeurent toutefois aussi dépendantes de l'engagement plus déterminé de chaque Etat à mettre en œuvre des réformes structurelles sur le marché du travail pour lesquelles ils se sont engagés dans le cadre du processus de Lisbonne.



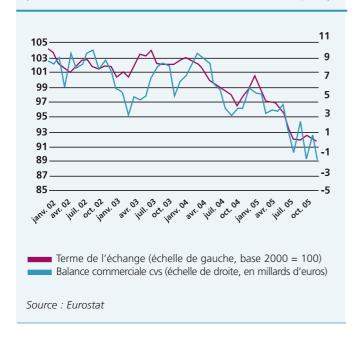


1.1.7 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro a fortement chuté à 22,7 milliards d'euros au cours de l'année 2005 contre 71,5 milliards d'euros en 2004. Cette détérioration est consécutive à une progression des importations plus rapide que celle des exportations. Ces dernières n'ont progressé que de 7,3% alors que la croissance des importations s'est élevée à 12,3%. En volumes, l'écart de croissance entre les importations et les exportations s'est toutefois avéré moins significatif (respectivement 9,7% et 9,1%, voir graphique). Le différentiel de croissance provient donc de l'évolution des prix relatifs qui montre une détérioration de 7% pour les termes de l'échange, les valeurs unitaires à l'importation ayant augmenté de 12,6% en 2005 contre 4,8% pour les exportations. La forte progression des prix à l'importation tient essentiellement au renchérissement du pétrole.

Les données récentes montrent qu'au premier trimestre de 2006, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 11,6 milliards d'euros alors qu'il avait enregistré un excédent de 5,8 milliards sur la même période de 2005. A ce rythme, les échanges extérieurs de biens pourraient se solder par un déficit sur l'ensemble de l'année 2006, situation que la zone euro n'a plus connue depuis l'an 2000.

GRAPHIQUE 9 : ÉVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)



GRAPHIQUE 10 : ÉVOLUTION EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



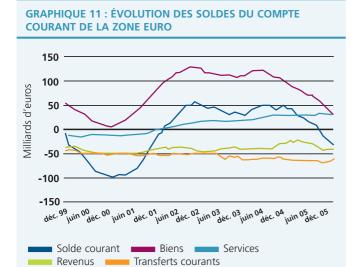
S'agissant de la répartition du solde commercial par principales catégories de biens, les excédents sur les machines et véhicules (137 milliards d'euros) ainsi que sur les produits chimiques et connexes (71 milliards) ont légèrement progressé de respectivement 1,2% et de 3,7% en 2005. Le surplus dégagé sur les produits manufacturés classés selon la matière première a par contre stagné à 36 milliards d'euros. Dans les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les combustibles minéraux et lubrifiants (produits pétroliers) ont vu leur déficit grimper de 46% à 196 milliards d'euros en 2005. De même, le déficit en matières premières (26 milliards) s'est alourdi suite à la hausse généralisée des cours de ce type de biens.

En ce qui concerne les évolutions du commerce extérieur selon les principaux partenaires de la zone euro, l'excédent à l'égard du Royaume-Uni a chuté à 52 milliards en 2005 contre 60,6 milliards en 2004. Le surplus vis-à-vis des Etats-Unis a en revanche augmenté de 8% à 65 milliards pour toute l'année 2005. On note également une forte progression des excédents vis-à-vis des 10 nouveaux pays membres de l'UE. Les déficits ont fortement progressé dans les échanges avec les pays producteurs de pétrole : les pays membres de l'OPEP (+174% à 35,7 milliards d'euros), la Russie (+45% à 30 milliards), la Norvège (+23% à 21,5 milliards) et quelques pays d'Afrique (+145% à 22 milliards). Par ailleurs, le traditionnel déficit vis-à-vis de la Chine augmente sans cesse (+42% à 74 milliards en 2005, soit le plus lourd déficit), tandis que celui vis-à-vis du Japon est en retrait (-11% à 18,7 milliards d'euros en 2005).

1.1.8 La balance des paiements

Le compte courant de la zone euro s'est soldé par un déficit de 22,6 milliards d'euros sur toute l'année 2005 alors qu'il avait enregistré un excédent de 49,7 milliards en 2004. Cette détérioration a concerné presque tous les soldes partiels de la balance courante, à l'exception du solde des services dont le surplus s'est amélioré de 18%. Le mouvement dans le solde courant de la zone euro s'explique avant tout par la chute de l'excédent des marchandises qui est passé de 105,2 milliards d'euros en 2004 à 53 milliards en 2005. Soutenues par le renchérissement du pétrole et par la hausse généralisée des prix de matières premières, les importations de la zone euro ont en effet réalisé une progression relativement importante en valeur, comparée à celle des exportations, provoquant de ce fait une forte contraction (-50%) de l'excédent des marchandises. Par ailleurs, le compte courant de la zone euro a souffert d'une évolution défavorable des revenus et des transferts courants dont les déficits se sont alourdis.

La détérioration du solde courant s'est poursuivie au premier trimestre 2006, la zone euro ayant enregistré un déficit de 11,4 milliards d'euros, toujours sous l'effet d'une évolution défavorable de la balance des marchandises qui s'est soldée par un déficit de 3,9 milliards d'euros au premier trimestre 2006 contre un excédent de 15,1 milliards d'euros sur la même période de 2005.



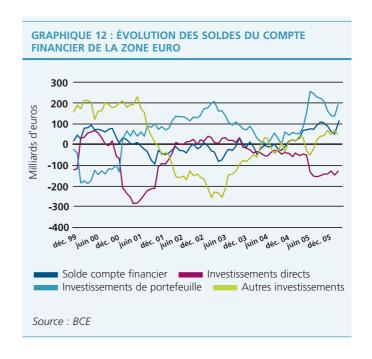
Source · BCF

Dans les flux du compte financier, la zone euro a enregistré une importation nette de capitaux de 90 milliards d'euros en 2005, situation qu'elle n'avait plus connue depuis 2000. Ce retournement de tendance s'explique surtout par les achats nets de titres de participation et de titres de créance à court terme émis par la zone euro, mais aussi par une hausse des dépôts des non-résidents dans les institutions financières et monétaires résidentes. Les acquisitions nettes d'actions ont ainsi rapporté 140 milliards d'euros d'entrées nettes en 2005 contre 25 milliards en 2004. Cette forte préférence des non-résidents pour les actions est probablement liée aux anticipations de rendements relativement plus élevés sur les marchés boursiers de la zone euro (cfr. Sections 1.1.3 et 1.1.4 ci-dessus). Sous la rubrique "autres investissements", la zone euro a bénéficié d'entrées nettes de 68 milliards d'euros contre des sorties nettes de 38 milliards en 2004.

Ces entrées nettes ont concerné essentiellement les établissements de crédit de la zone qui ont enregistré une forte hausse de leurs engagements à court terme, hausse qui n'a été que partiellement compensée par la baisse de leurs engagements à long terme. Les administrations publiques et les "autres secteurs" ont en revanche accru leurs créances nettes envers les non-résidents.

Toutes les entrées nettes évoquées ci-dessus ont été en grande partie compensées par des sorties nettes au titre d'investissements de portefeuille en obligations (23 milliards) et surtout au titre d'investissements directs (145 milliards d'euros).

Au cours de l'année 2005, les entreprises de la zone euro ont augmenté leurs investissements à l'étranger afin de profiter des perspectives de croissance économique relativement meilleures dans le reste du monde, notamment aux Etats-Unis et dans les pays émergents. Quant aux sorties nettes d'investissements en obligations, leur évolution est motivée par les écarts importants de rendements offerts par les titres d'emprunts publics américains par rapport à ceux de la zone euro.



1.2 La situation économique au Luxembourg

1.2.1 Les prix et les coûts

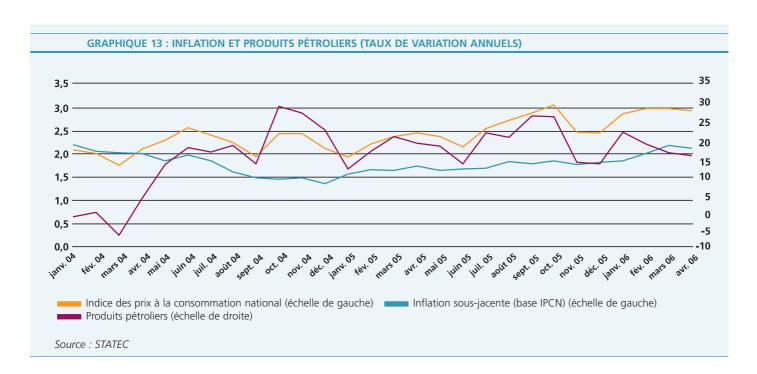
1.2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

L'inflation annuelle mesurée selon l'indice harmonisé (IPCH), qui n'est guère représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération excessive des articles dont une proportion importante est consommée par des non-résidents (tabac et produits pétroliers), s'est établie à 3,8% en moyenne en 2005, soit une augmentation de 0,6 point de pourcentage par rapport au taux enregistré en 2004.

Le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a atteint 2,5% en moyenne en 2005, contre 2,2% l'année précédente. Cette accélération s'explique dans une large mesure par la flambée des prix des produits pétroliers qui ont augmenté de 18,5% par rapport à l'année 2004.

L'inflation sous-jacente³ a changé de tendance pour s'inscrire en hausse au cours de l'année 2005, mettant ainsi un terme au recul des tensions inflationnistes sous-jacentes observé entre 2002 et 2004. Le rythme de progression annuel moyen de l'inflation sous-jacente reste inchangé à 1,8% par rapport à l'année 2004 malgré ce retournement défavorable.

En 2005, la hausse moyenne des prix des services s'est ralentie de 0,1 point de pourcentage par rapport au rythme atteint en 2004. Cependant, la progression annuelle de ces prix demeure toujours assez élevée avec 2,6% en moyenne en 2005. Les observations des données mensuelles de l'année 2005 permettent de conclure que les prix des services ont inversé leur tendance à la baisse des dernières années. En outre, la contribution des prix des services au taux d'inflation global est restée pratiquement stable à quelque 0,9 point de pourcentage. A noter que l'indexation automatique des salaires d'octobre 2005 a exercé une pression à la hausse sur les prix des services. L'impact de l'indexation automatique sur la progression des salaires est passé de 2,1 points de pourcentage en 2004 à 2,5 points de pourcentage en 2005.

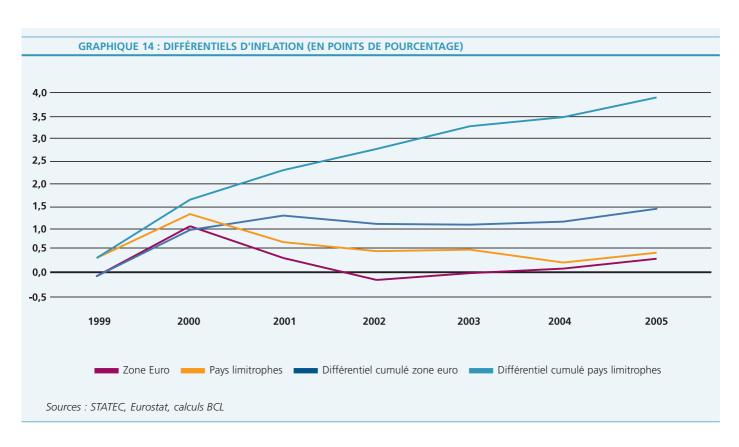


³ Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, les gas-oil, l'essence, les lubrifiants,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

En 2005, l'influence directe des mesures de politique budgétaire sur l'IPCN, via essentiellement les canaux des prix administrés (0,27 point de pourcentage), de la fiscalité indirecte (0,05 pp) et du tabac (0,14 pp) a été de 0,46 pp en 2005, soit quelque 0,1 pp de moins qu'en 2004. Ce constat confirme les résultats d'une analyse détaillée, publiée antérieurement par la BCL, selon laquelle la contribution des mesures budgétaires à l'inflation globale a été plus déterminante au cours de la période de 2000 à 2004 que pendant celle de 1996 à 1999.

En ce qui concerne les tendances du début de l'année 2006, le rythme de progression annuel de l'IPCN s'est accéléré de 2,5% en décembre pour osciller entre 2,9 et 3,0% au cours des quatre premiers mois de l'année. Les produits pétroliers restent un important facteur inflationniste début 2006, comme en témoignent des taux de variation annuels élevés pour cette composante de l'IPCN global (15,7% en avril 2006). Le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente a poursuivi la tendance à la hausse observée depuis le début 2005, passant de 1,9% en décembre 2005 à respectivement 2,2% et 2,1% en mars et avril 2006.

En 2005 et début 2006, les écarts d'inflation⁴ du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont fortement creusés. La moyenne annuelle du différentiel d'inflation est passée de 0,1 pp en 2004 à 0,3 pp en 2005 pour la zone euro et de 0,2 pp à 0,4 pp pour les pays limitrophes. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 à la fin 2005, ont atteint 1,4 et 3,9 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et la moyenne des pays limitrophes (cf. graphique). Les écarts d'inflation non cumulés ont atteint respectivement 0,6 et 0,8 point de pourcentage au premier trimestre 2006. La dégradation du différentiel d'inflation est encore plus défavorable si on le calcule par rapport à l'IPCH du Luxembourg et non eu égard à l'IPCN. En effet, le différentiel de l'IPCH du Luxembourg vis-à-vis de celui de la zone euro a affiché une valeur de 1,6 point de pourcentage au premier trimestre 2006, contre 1,2 point de pourcentage au premier trimestre 2005.



⁴ Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

Le graphique suivant illustre l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCN ainsi que celle des variables qualitatives relatives aux prix à la consommation que sont l'inflation perçue et l'inflation anticipée telles que recensées par le biais des enquêtes de conjoncture. Il fait apparaître que les variables qualitatives ont assez bien reflété, en 2005, la tendance haussière observée au niveau du rythme de progression de l'IPCN. Début 2006, en revanche, l'inflation annuelle reste élevée, essentiellement en raison de la flambée des prix des produits pétroliers, tandis que l'inflation perçue et l'inflation anticipée ont enregistré des reculs. Cette évolution favorable des variables qualitatives au Luxembourg, début 2006, contraste avec celle relative à la zone euro, caractérisée par une certaine stabilité. Cependant, ces variables qualitatives se font fortement détériorées en mai 2006.

GRAPHIQUE 15 : INFLATION PERÇUE, ANTICIPÉE ET OBSERVÉE 50 3.5 en pourcentage 45 3,0 40 35 Soldes pondérés 30 2.0 25 Variations annuelles 20 15 1,0 10 0,5 0,0 \$\$\$\$\$\$\$\$\$\$\$\$\$\$\$\$\$**\$**\$**\$\$\$\$\$\$**\$**\$**\$\$\$**\$**\$**\$**\$**\$** Inflation perçue, série corrigée des variations saisonnières (échelle de gauche) Inflation anticipée, série corrigée des variations saisonnières (échelle de gauche) Indice des prix à la consommation national (ICPN) (échelle de droite) Sources: BCL et STATEC

⁵ Voir Bulletin 2005/3 BCL, pp.32-34.

Prévisions d'inflation

Hypothèses

Mi-mai, l'euro cotait aux environs de 1,27 USD/EUR, soit un niveau supérieur aux prévisions datant de décembre 2005⁵. Le prix du brent s'est quant à lui établi simultanément autour de 73\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération graduelle vers un niveau légèrement supérieur à 74\$/bl en juin 2007 - niveau également supérieur aux hypothèses de l'exercice de décembre 2006. En somme, l'appréciation de l'euro n'a pas pu compenser l'envolée du prix du pétrole exprimé en dollar et la révision, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole exprimé en euros est considérable. Elle passe de 4% au premier trimestre 2006 à 17% à la fin de l'horizon de prévision. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

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

	2004	2005	2006	06-T1	06-T2	06-T3	06-T4	07-T1	07-T2
Prix du pétrole (brent) en \$	38,3	54,4	70,3	62,1	71,5	73,3	74,2	74,4	74,1
Taux de change \$/€	1,24	1,24	1,25	1,20	1,25	1,27	1,27	1,27	1,27
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	20,7	42,3	28,1	42,3	38,9	14,7	22,3	13,7	2,7
Source : BCL									

Lors de la déclaration du gouvernement sur la "Situation économique, sociale et financière du pays" à la Chambre des Députés, le Premier ministre a annoncé deux mesures fiscales ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. Ces mesures consistent en un relèvement du niveau des accises sur l'essence et le diesel de respectivement 20€/1 000l et 12,5€/1 000l à partir du 1er janvier 2007. Selon nos estimations, l'impact de cette mesure sur l'indice national des prix à la consommation serait de l'ordre de 0,07 pp; cet impact serait également supérieur à l'effet total des mesures fiscales sur l'énergie mises en œuvre dans le cadre des budgets pour les années 2004 et 2005. L'impact sur l'IPCH serait plus élevé, de l'ordre de 0,2 pp.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes ont, en moyenne, été supérieures à nos projections antérieures. La grippe aviaire n'a certes pas affecté les prix à la consommation, ni via un impact direct sur les prix de la viande de volaille, ni à travers un impact indirect sur les prix des produits de substitution. Mais cette évolution défavorable tient essentiellement à deux facteurs. D'une part, les prix administrés ont connu une hausse exceptionnelle en début d'année 2006. Sous l'impulsion du relèvement des taxes communales et de tarifs publics fixés par le gouvernement central, leur taux de variation annuel est passé de 2,5% en novembre 2005 à 4,4% en avril 2006, taux nettement au-dessus de l'inflation moyenne. L'impact relevé en début d'année est ainsi supérieur à l'effet recensé pendant une période similaire lors des années précédentes. Il se reflète d'ailleurs également dans l'inflation des services qui caracole autour de 3% en début d'année. D'autre part, les prix des biens industriels non-énergétiques ont connu une inflation plus élevée qu'escomptée. En faisant abstraction des facteurs saisonniers qui ont pu jouer un rôle, des effets indirects liés à la hausse du prix du pétrole et sa persistance à un niveau élevé sont susceptibles de s'être transmis graduellement aux prix à la consommation.

Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes est ainsi essentiellement adapté pour tenir compte de ces éléments. Les hypothèses sur l'évolution du prix du tabac étant restées inchangées par rapport à l'exercice précédent représentent un élément crucial pour les projections de l'IPCH excluant l'énergie. Le sous-indice "tabac" est en effet affecté d'une pondération de 11,4% dans l'IPCH et, sur base des hausses de prix du tabac généralement observées, il exerce un impact considérable sur l'évolution de l'IPCH6. Sur base de la loi relative au budget du gouvernement central pour l'année 2006, les taxes indirectes sur le tabac ne seront pas ajustées cette année, ce qui constitue une rupture par rapport à la tendance observée lors des années passées. En l'absence d'une telle mesure fiscale qui, par le passé, a souvent été l'élément déclencheur de l'ajustement du prix final du tabac, il est plus indiqué d'admettre un prix de vente inchangé pour le restant de l'année 2006. Pour l'année 2007, bien que des mesures n'aient pas encore été annoncées, nous avons à nouveau incorporé une hausse du prix des cigarettes.

Outre ces phénomènes ponctuels, il n'y a pas lieu de signaler de changements particuliers qui exerceraient un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été annoncé lors de nos projections précédentes. En ce qui concerne l'inflation importée, l'euro a récemment connu une appréciation par rapport au dollar, ce qui a modéré quelque peu l'impact adverse de l'évolution du prix du pétrole sur l'inflation. En général, la croissance dans la zone euro semble bien résister au choc pétrolier: Les récentes prévisions de croissance de l'Eurosystème n'ont été modifiées que marginalement par rapport à l'exercice de décembre 2005, confirmant ainsi le scénario d'une reprise conjoncturelle à partir du deuxième semestre 2005. Dans ce contexte, l'attention se tourne vers la vitesse avec laquelle l'écart entre la production effective et son niveau potentiel va se rétrécir et risque de provoquer des tensions inflationnistes. A l'heure actuelle, les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins, devraient encore rester limitées. L'Allemagne va certes relever en janvier 2007 son taux de TVA principal de 3 pp, mais cette mesure devrait rester sans incidence directe ou indirecte sur les prix à la consommation au Luxembourg. Le risque inflationniste induit par l'évolution des salaires ne s'est notamment pas encore renforcé. La modération salariale observée dans plusieurs pays de la zone euro constitue un argument pour une évolution modérée des prix à la consommation. Par contre, l'amélioration conjoncturelle, associée à l'embellie observée sur le marché du travail, en l'occurrence une baisse du taux de chômage, augmente les risques d'effet de second tour de la hausse du prix du pétrole dans la zone euro.

<u>Résultats</u>

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCN énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCH énergie une évolution nettement défavorable au premier semestre 2006. Le taux annuel moyen serait proche de 15% et ne s'approcherait du niveau de 5% que vers le deuxième semestre tout en restant également positif au début de l'année 2007. Ce ne serait que vers le deuxième trimestre 2007 que la contribution de l'énergie à l'inflation globale baisserait plus fortement (voir graphique). En revanche, étant donné que les marchés à terme n'anticipent pas une décrue du prix du pétrole, on peut à l'heure actuelle exclure le scénario d'une contribution négative de l'énergie à l'inflation globale. Les projections, comparées à l'exercice précédent, ont donc été significativement revues à la hausse.

⁶ La pondération du tabac dans l'IPCN n'est que de 1,6%.

En ce qui concerne l'inflation excluant l'énergie, les versions IPCH et IPCN connaîtront vraisemblablement des évolutions opposées en 2006. L'inflation de l'IPCH excluant l'énergie baisserait de 2,4% en 2005 à 2,1% en 2006. En effet, alors que la contribution du tabac à l'IPCH se chiffrait encore à 1,0 pp en 2005, elle ne devrait plus être que de 0,2 pp en 2006 en vertu du non-ajustement des prix des cigarettes. Par contre, l'IPCN excluant l'énergie connaîtrait une accélération de son inflation, de 1,7% en 2005 à 2,1% en 2006. Cette tendance à la hausse s'observe depuis la mi-2005 et devrait se prolonger sur l'horizon de prévision. L'évolution moins favorable reflète principalement l'accélération de l'inflation des services ainsi que des biens industriels non-énergétiques. Par contre, l'absence d'une mesure fiscale sur le tabac, qui est à la base de la décélération projetée de l'IPCH excluant l'énergie, a, du fait d'une pondération plus faible, moins d'impact à la baisse dans les projections de l'IPCN excluant l'énergie. Comme pour l'IPCH énergie, les projections pour l'IPCH comment pour l'IPCN excluant l'énergie ont été revues à la hausse, de l'ordre de 0,3 pp en 2006.

Le taux d'inflation mesuré par l'évolution de l'IPCN global s'est récemment établi autour de 3%. Au deuxième trimestre de l'année 2006, il devrait connaître une légère accélération pour baisser par la suite (voir graphique). Sous l'impact de la décélération des taux de variation annuels de l'inflation des produits énergétiques, l'inflation globale devrait reculer sur l'horizon de projections, reflux qui se ferait en deux étapes. Elle baisserait autour de 2,5% au deuxième semestre 2006 et au premier trimestre 2007, pour tomber autour de 2,0% au deuxième trimestre 2007. Cette décélération plus forte à la fin de l'horizon de prévision serait alors intégralement imputable à des effets de base liés au profil de l'inflation des produits pétroliers (voir graphique).

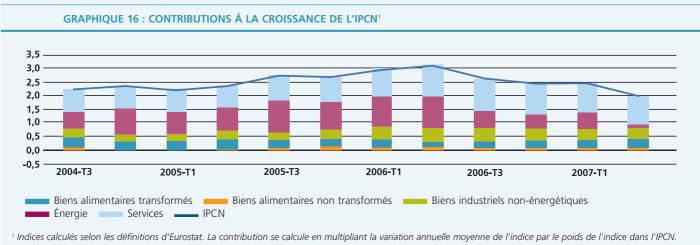
Etant donnée l'absence d'une hausse de fiscalité sur le tabac, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation mesurée par l'IPCH devrait baisser en 2006 par rapport aux années précédentes. Par contre, en ce qui concerne l'IPCN, l'impact projeté d'une contribution de l'ordre de 0,5 pp en 2006 s'afficherait en accélération par rapport à 2005. Ceci reflète essentiellement la hausse des prix administrés au début de l'année.

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

	2004	2005	2006	2006-1 ^{er} sem	2006-2° sem	2007-1 ^{er} sem
IPCN	2,2	2,5	2,8 (0,6)	3,0 (0,4)	2,6 (0,8)	2,3
IPCN hors énergie	1,8	1,7	2,1 (0,3)	2,1 (0,3)	2,1 (0,3)	2,0
IPCH	3,2	3,8	2,9 (0,5)	3,7 (0,4)	2,2 (0,8)	2,6
IPCH énergie	11,8	14,9	9,5 (3,4)	14,6 (1,7)	5,0 (4,9)	4,9
IPCH hors énergie	2,5	2,4	2,1 (0,3)	2,3 (0,3)	1,9 (0,3)	2,3
Impact des mesures gouvernementales' sur l'IPCN, en pp	0,6	0,4	0,5 (0,2)			0,5
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,5	1,4	0,6 (0,1)			0,9

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

En raison des révisions apportées aux prévisions d'inflation, la prochaine indexation automatique des salaires surviendrait nettement plus tôt qu'initialement escompté. La prochaine tranche indicière automatique serait due pour le mois d'août mais, en raison de la modulation du mécanisme d'indexation annoncée par le gouvernement, le paiement effectif sera reporté au 1er décembre 2006. Conformément aux mêmes dispositions annoncées il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007.



¹ 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. Sources : STATEC, calculs BCL

Analyse des risques

Les prévisions décrites ci-dessous constituent le scénario central de la BCL. Elles sont néanmoins entachées d'un certain nombre de risques qui, le cas échéant, peuvent mener à une trajectoire de l'inflation différente de celle anticipée ci-dessus. La décélération projetée de l'inflation globale peut ainsi surprendre alors que, par le passé, l'inflation a surtout surpris à la hausse. Mais, dans un contexte où le niveau du prix du pétrole, bien qu'élevé, est supposé relativement plat, il est normal que les taux de variation annuels de l'énergie convergent graduellement vers zéro.

De ce fait, une inflation qui persisterait à un niveau plus élevé qu'escompté devrait provenir soit d'un nouveau saut à la hausse du prix du pétrole, soit de la taxation indirecte, ou encore d'une accélération plus nette de l'inflation à l'exclusion des produits pétroliers.

Par le passé, les prix administrés ont été fortement adaptés à la hausse, ce qui s'est répercuté sur l'inflation des services. Il est généralement difficile d'anticiper ces ajustements de prix et, par conséquent, ces derniers présentent un risque à la hausse, comme à la baisse, pour le scénario central. Il en est de même pour le prix des cigarettes. Bien qu'on s'attende à un relèvement des prix en début 2007, l'envergure exacte de cette adaptation ne peut guère être anticipée.

Le prix du pétrole constitue une variable clé pour les projections et, à l'heure actuelle, il présente vraisemblablement le risque le plus important pour le scénario central. De nombreux facteurs pourraient être avancés pour expliquer l'incertitude inhérente à nos hypothèses. Afin de quantifier ce risque, les économistes utilisent souvent les anticipations des opérateurs de marché quant à la dispersion du prix du pétrole sur l'horizon de prévisions. Cette distribution autour du prix moyen anticipé, correspondant au prix observé sur les marchés à terme, peut notamment être inférée à l'aide de la "volatilité implicite" tirée des contrats d'options sur le pétrole⁷.

Vers la mi-mai, l'analyse de la dispersion des prix anticipés autour des hypothèses de base retenues dans le scénario central a fait ressortir deux constats. Premièrement, l'incertitude entourant les évolutions du prix du pétrole à court terme est considérable: le prix à un horizon de 12 mois évoluerait dans une fourchette comprise entre 50\$/bl et presque 100\$/bl avec un degré de confiance de 90%. Deuxièmement, la dispersion serait biaisée à la hausse, les opérateurs de marché jugeant une évolution à la hausse plus probable qu'une évolution à la baisse par rapport au scénario central

Impact de la modulation de l'indexation des salaires sur la compétitivité

La déclaration du gouvernement du 2 mai 2006 annonce une modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires qui devrait freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise. Pour évaluer l'étendue de cette détérioration, cet encadré fournit une mise à jour des différents indicateurs de compétitivité calculés par la BCL. Ensuite, trois de ces indicateurs sont prolongés jusqu'en 2008 à l'aide des dernières projections de l'Eurosystème. Enfin, pour quantifier l'impact des mesures annoncées, l'indicateur de compétitivité basé sur les coûts salariaux unitaires est prolongé jusqu'en 2008 sous l'hypothèse d'une application de l'indexation automatique des salaires (la modulation de l'indexation est supprimée).

Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des taux de change effectifs qui sont déflatés à l'aide de différents indices de prix ou de coûts. Ces indicateurs comparent les prix ou les coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix ou coûts dans les principaux pays partenaires, les prix/coûts étant exprimés en devise commune et les pondérations reflétant l'importance du pays en question dans les échanges internationaux du Luxembourg (voir Bulletin BCL 2003/3). Dans la mesure de la disponibilité des données, ces indicateurs sont calculés pour un ensemble de 35 pays (les 25 de l'Union européenne plus dix autres partenaires commerciaux, voir Bulletin BCL 2005/2).

Le premier graphique présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg basés sur les indices des prix à la consommation, les indices des prix à la production et les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière. Une augmentation de la courbe représente une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise (prix/coûts qui augmentent plus rapidement au Luxembourg que dans ses pays partenaires). Les dernières données observées confirment la tendance ascendante de l'indicateur basé sur les prix à la consommation, déjà remarquée dans les publications BCL.

Pour une illustration de la technique, voir par exemple la Revue de la Stabilité Financière de la BCE de décembre 2005, pp.39-40.

Selon les observations les plus récentes, au premier trimestre 2006 cet indicateur dépasse sa moyenne (calculée depuis 1995T1) de 4,9%. L'indicateur basé sur les prix à la production a passé un pic en 2004T4 (presque 17% au-dessus sa moyenne), mais en 2006T1 il est encore supérieur à sa moyenne de 12,8%. Ces fortes fluctuations sont probablement le reflet de la volatilité récente des prix dans la sidérurgie, dont la part dans l'industrie luxembourgeoise est prépondérante. Par conséquent, l'indicateur basé sur les prix à la production donne une vue probablement déformée de l'évolution de la compétitivité pour l'ensemble de l'économie. Finalement, l'indicateur de compétitivité basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière est encore inférieur à sa moyenne historique (-4,1% en 2004T4). Cependant, l'industrie manufacturière représente moins de 10% de la valeur ajoutée nationale et l'évolution de cet indicateur en 2005 n'est pas encore connue parce que certains pays partenaires n'ont pas encore publié les données nécessaires pour son calcul.





GRAPHIQUE 18 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ BASÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LE DÉFLATEUR DU PIB ET LE CSU DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE



Les récentes projections de l'Eurosystème permettent de prolonger jusqu'en 2008 trois indicateurs de compétitivité du Luxembourg qui figurent au graphique ci-dessus. Il s'agit de l'indicateur basé sur l'indice des prix à la consommation, celui basé sur le déflateur du PIB, et celui basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie. Pour les trois indicateurs, les observations les plus récentes confirment que la compétitivité a continué à se dégrader, et actuellement les trois sont tous supérieurs à leur moyenne historique (calculée depuis 1995T1). L'indicateur basé sur les prix à la consommation a augmenté de 9,5% entre 2002T1 et 2006T1, la dernière observation disponible. Cette détérioration cumulée sur quatre ans signifie qu'en moyenne annuelle le différentiel d'inflation était de 2,3% entre le Luxembourg et une moyenne pondérée des pays partenaires (les pondérations sont fonctions de l'importance de chaque pays dans le commerce extérieur). Pour les autres deux indicateurs de compétitivité la dernière observation disponible est 2005T4. Sur les quatre ans avant cette date la détérioration cumulative de l'indicateur basé sur le déflateur du PIB a été de 7,7% (différentiel d'inflation par rapport aux pays partenaires de 1,9% en moyenne). Pour l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie, la détérioration cumulative sur quatre ans a été de 9,0% (différentiel d'inflation de 2,2% en moyenne).

Selon les projections (qui intègrent les effets de la modulation de l'indexation des salaires), la détérioration de la compétitivité devrait continuer pour tous les trois indicateurs jusqu'à la fin de l'horizon de projection en 2008T4. L'indicateur basé sur les prix à la consommation devrait subir une détérioration ultérieure de 0,7% entre 2005T4 et 2008T4. Toujours selon ces projections, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB devrait augmenter de 1,9% jusqu'à la fin de la projection. Enfin, l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie serait sujet à une dégradation supplémentaire de 3,1%.

	2006	2007	2008
ns modulation de l'indexation			
(1) Salaire réel	1,6	1,2	1,6
(2) Contribution de l'indexation	2,9	1,7	2,3
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	4,6	2,9	3,9
(4) Productivité du travail	1,8	1,0	1,4
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	2,8	1,9	2,5
mpact de la modulation	-0,8	0,6	-0,2
vec modulation de l'indexation			
(1) Salaire réel	1,6	1,2	1,6
(2) Contribution de l'indexation	2,1	2,3	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	3,7	3,5	3,7
(4) Productivité du travail	1,8	1,0	1,4
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	1,9	2,5	2,3

Afin de quantifier l'impact de la modulation de l'indexation des salaires sur la compétitivité, l'évolution future de ces indicateurs en l'absence des mesures a été calculée. Cet encadré se limite à l'impact sur les coûts salariaux unitaires d'une évolution alternative des salaires nominaux, sans tenir compte d'éventuels effets des mesures annoncées sur la productivité du travail (effets sur la production ou sur l'emploi). Le tableau ci-dessus isole la contribution de l'indexation à la croissance des coûts salariaux unitaires sous les scénarios avec et sans modulation de l'indexation.

La contribution de l'indexation à la croissance des coûts salariaux unitaires est fonction des moments auxquels les échéances d'indexation ont lieu. En l'absence de modulation, la BCL anticipait une tranche en août 2006, une en décembre 2007 et aucune en 2008. La modulation de l'indexation a fixé une tranche en décembre 2006, aucune en 2007, et une en mars 2008 (conditionnelle sur l'évolution du prix du pétrole). Ainsi, en l'absence de modulation, l'indexation aurait contribué 2,9 points de pourcentage à la croissance des coûts salariaux unitaires en 2006 et 1,7 points en 2007. Avec la modulation de l'indexation, ces contributions sont de 2,1 points en 2006 et 2,3 points en 2007. Donc l'impact de la modulation de l'indexation sur la croissance des coûts salariaux unitaires, telle que mesurée par la différence entre ces chiffres, est de -0,8 points en 2006 et de 0,6 points en 2007. L'impact positif en 2007 correspond à un effet de base (le niveau des salaires en 2007 est relativement inchangé par la modulation mais le niveau en 2006 est plus faible). Finalement, en 2008 l'impact de la modulation sur la croissance des coûts salariaux unitaires est plus faible et de signe négatif (-0,2). Entre 2005 et 2008 les coûts salariaux unitaires augmentent de 6,9% avec la modulation de l'indexation (moyenne annuelle 2,3%) contre 7,4% sans la modulation (moyenne annuelle 2,4%). Donc, la modulation de l'indexation devrait freiner l'augmentation des coûts salariaux unitaires, mais pour améliorer la compétitivité, les coûts salariaux unitaires doivent augmenter moins vite au Luxembourg que dans ses principaux pays partenaires.

Il faut noter que ces calculs peuvent être fortement influencés par des hypothèses alternatives quant à l'évolution future du prix du pétrole. En effet, les projections d'inflation de la BCL sont relativement optimistes par rapport à celles que le gouvernement a envisagé en présentant la modulation de l'indexation. En l'absence de modulation, le gouvernement anticipe une échéance d'indexation hypothétique en août 2007, tandis que la BCL envisageait une échéance seulement en décembre 2007. Cette hypothèse du gouvernement a comme effet d'augmenter le niveau des salaires en 2007 en l'absence de mesures, permettant dans le scénario du gouvernement à la modulation d'avoir un impact négatif aussi pour cette année. De même, en l'absence de modulation, le gouvernement anticipe une troisième échéance hypothètique en août 2008, mais dans les projections de la BCL celle-ci a lieu seulement en 2009. Selon qu'on adopte les hypothèses d'échéances d'indexation de la BCL ou celles du gouvernement, il est possible de calculer deux évolutions hypothétiques des coûts salariaux unitaires en l'absence de modulation de l'indexation. Pour chacun de ces deux chemins, il est possible de calculer l'évolution hypothétique de l'indicateur de compétitivité afin de quantifier l'impact de la modulation de l'indexation. Selon les dernières données observées, cet indicateur de compétitivité s'est détérioré de 1,5% en 2005. En adoptant le scénario du gouvernement en l'absence de modulation de l'indexation, la compétitivité se détériorerait de 4,2% entre 200514 et 200814 (rythme annuel de 1,4% en moyenne). La modulation de l'indexation permet de réduire cette détérioration ultérieure à seulement 3,1% (rythme annuel de 1,0% en moyenne). Par contre, le scénario de la BCL en l'absence de modulation anticipait une détérioration ultérieure de la compétitivité sur cette période de seulement 3,4% (1,1% en moyenne annuelle).

En conclusion, la mise à jour des indicateurs de compétitivité confirme que celle-ci a continué à se dégrader jusqu'à la fin de 2005. La prolongation de certains de ces indicateurs à l'aide des projections de l'Eurosystème suggère une détérioration ultérieure. La modulation de l'indexation des salaires pourra mitiger la détérioration de la compétitivité mais ne sera pas capable d'invertir la tendance. Selon les projections, la détérioration continuera jusqu'à fin 2008 au rythme annuel de 1,0% en moyenne. C'est-à-dire que les coûts salariaux unitaires continueront à augmenter plus vite au Luxembourg que dans ses pays partenaires. Evidemment, ces résultats se basent sur un calcul très simple qui ne tient pas compte d'un éventuel impact positif de la modulation des salaires sur la croissance et la productivité. En effet, il faut reconnaître que la modulation de l'indexation a le mérite de réduire l'incertitude des entreprises quant aux coûts salariaux sur les années à venir. La récente accélération de l'inflation au Luxembourg a été liée à des hausses inattendues des prix énergétiques et des prix administrés, qui se sont répercutées à travers le mécanisme d'indexation sur les coûts salariaux. La modulation de l'indexation pour les années à venir permet de réduire le risque que les entreprises devront faire face à de nouvelles augmentations inattendues des coûts salariaux et leur permet ainsi d'établir des plans de production sur des bases plus assurées.

1.2.1.2 <u>Les prix à la production industrielle</u>

La progression moyenne des prix à la production industrielle au cours de l'année 2005 s'est chiffrée à 8,0%. Cette hausse est certes inférieure à celle recensée en 2004, année où la progression des prix avait été la plus importante sur les 15 dernières années, mais elle demeure considérable et est aussi nettement supérieure au taux correspondant de la zone euro. Par contre, elle tient avant tout à des effets de base, c'est-à-dire à l'évolution haussière des prix en 2004. Elle masque notamment une stabilisation du niveau des prix au courant de l'année 2005. Ce dernier, bien que très élevé, n'a en effet guère changé entre le début et la fin de l'année 2005, évolution qui se reflète d'ailleurs également dans la tendance baissière des taux de variation annuels, affichée au cours de l'année écoulée (voir graphique).

Deux facteurs ont probablement influé sur la politique des entreprises en matière de prix de vente. D'une part, le prix moyen du pétrole est passé de 47,7\$/bl au premier trimestre 2005 à 56,9\$/bl au quatrième trimestre 2005, une hausse des coûts qui a vraisemblablement été absorbée par une compression des marges de profit. Mais, d'autre part, malgré la hausse du prix du pétrole, la croissance de la demande globale est restée soutenue en 2005. La croissance du PIB mondial s'est notamment établie à un niveau très élevé en 2005 pour la troisième année consécutive, quoique légèrement en décélération par rapport à 2004. L'évolution favorable de la demande s'est vraisemblablement reflétée dans les volumes de ventes qui ont alors compensé une évolution moins favorable des prix.

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

	Parts	2003	2004	2005	05-T2	05-T3	05-T4
Ensemble des produits industriels	1000	1,2	9,0	8,0	-1,0	0,5	1,1
Biens intermédiaires	675,9	0,8	12,8	10,2	-1,5	-0,6	2,0
Biens d'équipement	109,9	0,7	5,6	0,1	-2,7	2,7	-1,6
Biens de consommation	136,3	1,7	0,0	0,9	1,2	0,0	0,0
Biens énergétiques	77,9	4,6	5,6	10,7	2,5	2,4	2,4

Source : STATEC

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



- Prix à la production industrielle ex énergie (mm de 3 mois, en taux annuel, échelle de gauche)
- Perspectives d'évolution des prix de vente au cours des prochains mois (mm de 3 mois avancée de 5 mois, droite)
- Perspectives (données brutes)

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).

Sources : Eurostat, BCL

Le profil de la hausse annuelle des prix s'est affiché en décélération depuis la fin de l'année 2004 (voir graphique) pour s'établir autour de 3% en fin d'année 2005, évolution que laissaient d'ailleurs augurer les enquêtes de conjoncture harmonisées. Par contre, il semble que cette tendance baissière soit arrivée à son terme. L'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix indique notamment un revirement pour les prochains mois et le taux de variation annuel devrait à nouveau s'accélérer au début de l'année 2006. Ceci irait de paire avec une hausse du niveau des prix et romprait avec la quasi-stabilisation des prix affichée au cours de l'année 2005.

1.2.1.3 Les prix à la construction

Les prix à la construction se sont à nouveau accélérés en 2005 et affichent une progression annuelle moyenne de 3,1%, contre 2,9% en 2004. Cette hausse s'explique partiellement par l'évolution des prix à la consommation, eux aussi en accélération en 2005. Ces derniers influent directement sur les prix à la construction à travers l'impact du mécanisme d'indexation automatique des salaires sur l'évolution des salaires nominaux. Mais, à moyen terme, la composante indexation ne saurait expliquer ce différentiel d'inflation entre les deux indices, divergence qui s'est d'ailleurs accrue graduellement depuis 1997. La conjoncture favorable observée dans le bâtiment, sous l'impact d'une demande soutenue en raison de la pénurie de logements, est de nature à expliquer cette tendance haussière des prix à la construction.

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



1.2.2 Les activités sectorielles

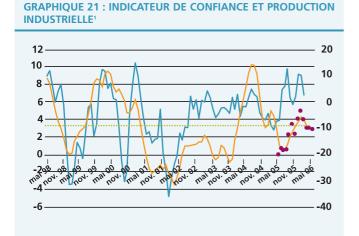
1.2.2.1 Industrie

Dans le sillage d'une conjoncture internationale favorable, le secteur de l'industrie a connu en 2005 pour la troisième année consécutive une évolution très positive et de surcroît supérieure à celle observée dans la zone euro. Le chiffre d'affaires et la production du mois s'affichent certes en décélération par rapport à 2004, année marquée par une conjoncture mondiale exceptionnelle. Par contre, la croissance du niveau d'activité, mesurée par la production par jour ouvrable, de l'ordre de 5,9%, a été similaire à celle recensée en 2004.

De manière plus détaillée, les biens intermédiaires, sous l'impact de la sidérurgie, marquent un recul du niveau d'activité tout en restant à un niveau très élevé. Ceci fait vraisemblablement davantage suite à un léger fléchissement de la conjoncture mondiale qu'à un affaiblissement lié à des facteurs structurels. La croissance du secteur de l'industrie repose ainsi largement sur les biens d'équipement, dont l'activité progresse de plus de 11% et sur les biens énergétiques qui progressent de plus de 20%.

TABLEAU 7 : PRODUCTION PAR JOUR OUVRABLE DANS L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	2005	05-T2	05-T3	05-T4	06-T1
Chiffre d'affaires	3,0	20,8	2,5	-2,9	4,8	5,3	12,7
Production du mois	4,9	6,8	3,7	1,5	6,4	5,4	9,5
Production par jour ouvrable	5,4	5,9	5,9	4,1	10,0	6,8	8,7
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	6,6	7,1	7,5	7,1	10,8	6,6	6,5
Biens intermédiaires (ppjo)	4,6	6,1	-0,5	-4,6	4,5	3,3	5,7
Biens d'équipement (ppjo)	-0,8	5,6	11,8	9,4	22,8	9,0	5,0
Energie (ppjo)	13,9	14,6	22,8	30,8	22,0	19,9	30,2
Source : STATEC							



- Production industrielle, moyenne mobile de 3 mois / Taux annuel
- Indicateur de confiance / moyenne mobile de 3 mois
 Indicateur de confiance brut

• Indicateur de confiance / moyenne 96-03

de droite pour l'indicateur de confiance.

'Échelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle

Sources : STATEC, calculs BCL

En moyenne, l'évolution de la production industrielle a été plus favorable que ne le laissaient augurer les enquêtes de conjoncture. Cette évolution divergente pourrait s'expliquer par le traitement asymétrique de la branche de l'énergie dans les deux enquêtes, cette branche n'étant pas reprise dans les enquêtes de conjoncture.

Au début de l'année 2006, l'indicateur de confiance a connu un développement favorable. Bien que son évolution relative soit moins importante qu'en Allemagne où l'indicateur correspondant s'est récemment envolé à des niveaux proches des sommets historiques, l'indicateur au Luxembourg a évolué d'une part, autour de sa moyenne historique et, d'autre part, à un niveau plus élevé qu'au deuxième semestre 2005. Ceci est de bon augure pour le niveau d'activité au cours du premier semestre 2006 et reflète vraisemblablement la poursuite de l'embellie conjoncturelle dans la zone euro.

1.2.2.2 Construction

L'évolution conjoncturelle en 2005 dans le secteur de la construction contraste nettement avec les développements dans l'industrie. En moyenne, le chiffre d'affaires n'a progressé que marginalement tandis que la production par jour ouvrable accuse même une légère baisse par rapport à l'année 2004. Au niveau des branches, la dégradation est particulièrement sensible dans le génie civil pour leguel la baisse de la production est proche de 9%. Par contre, la branche du bâtiment profite toujours d'un environnement porteur et connaît une croissance annuelle de 1,7% selon l'indicateur de la production par jour ouvrable. Cette tendance favorable devrait s'étendre également à l'année 2006 et au-delà. Plusieurs indicateurs à court terme. relatifs à la demande, affichent notamment des tendances en progression, voire même en accélération par rapport au passé récent. Ainsi, les autorisations de bâtir relatives aux logements ont affiché une hausse annuelle de 21% en 2005, taux le plus élevé recensé au cours des années récentes. Le resserrement monétaire par la Banque centrale européenne a certes eu un impact haussier sur les taux hypothécaires. Mais ces derniers demeurent à un niveau très bas et, à l'heure actuelle, il semble que leur niveau ne soit pas encore perçu comme dissuasif par les ménages pour les demandes de crédit. Les crédits au logement accordés par les banques en 2005 s'affichent notamment en hausse de 16% par rapport à 2004.

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

	2003	2004	2005	T2-05	T3-05	T4-05	T1-06
Chiffre d'affaires - Total	6,2	-1,1	1,8	3,0	2,4	6,5	-7,0
Production par jour ouvrable - Total	1,2	-1,2	-0,5	0,0	0,0	4,0	1,6
Production par jour ouvrable - Bâtiment	0,6	2,9	1,7	2,0	2,5	4,6	2,0
Production par jour ouvrable - Génie civil	2,6	-14,2	-8,7	-6,7	-8,8	3,0	-0,4
Permis de bâtir ¹	11,5	18,2	21,3	34,8	-24,5	64,8	Na
Crédits au logement ²	24,6	5,7	16,6	16,5	22,5	12,5	Na
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,7

- ¹ Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).
- ² Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

Sources: STATEC, BCL

1.2.2.3 <u>Commerce et autres secteurs</u>

Si l'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2004 s'est poursuivie en moyenne en 2005, les différentes branches se caractérisent pourtant par des développements hétérogènes. Ainsi, le chiffre d'affaires dans le commerce de détail est certes en hausse, mais la croissance de 2,7% n'est que légèrement supérieure à l'augmentation des prix à la consommation de sorte que la progression des volumes n'est que marginale. Par contre, le commerce de gros affiche une accélération par rapport à l'année 2004 avec une progression moyenne de 6,6% de son chiffre d'affaires. De même, l'Horesca se caractérise par une nette amélioration de ses activités, de sorte qu'après deux années moroses, le secteur a renoué avec la croissance. Ce regain d'activité s'explique cependant partiellement par les retombées positives liées à la présidence de l'Union européenne assumée par le Luxembourg au premier semestre 2005. De ce fait, il est probable que le secteur connaisse à nouveau une décélération de ses activités en 2006. Les immatriculations de voitures ont pour l'heure connu une faible progression, ce qui constitue néanmoins une évolution relativement favorable en regard de la performance exceptionnelle enregistrée en 2004.

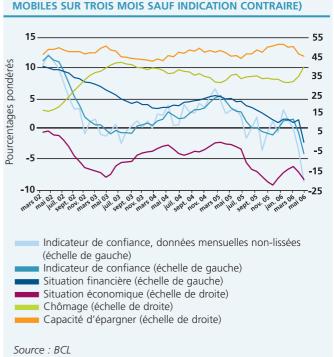
TABLEAU 9: CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATRICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	2005	05-T2	05-T3	05-T4	06-T1
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	1,6	-3,5	5,7	-3,2	-2,7
Commerce de gros	14,8	4,6	6,6	4,6	6,7	5,4	Na
Commerce de détail	5,1	4,3	2,7	2,1	4,3	0,3	Na
Hôtels et restaurants	-4,8	0,9	6,0	5,8	4,2	5,0	Na
Source : STATEC							

1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

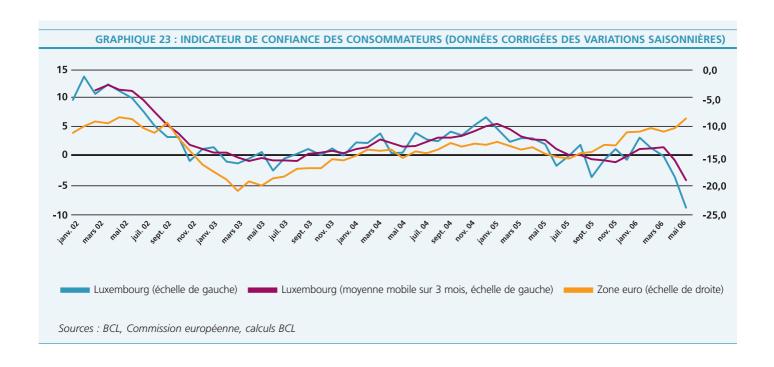
Globalement, la confiance des consommateurs s'est détériorée en 2005. En effet, la moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs s'est inscrite en recul, revenant de +6 sur la période novembre 2004-janvier 2005 à une valeur de 0 sur la période octobre-décembre 2005. Le fléchissement prononcé de la confiance des consommateurs s'explique principalement par l'orientation fortement négative des anticipations portant sur la situation économique générale. Les anticipations concernant la situation financière ont également contribué, de manière toutefois moins prononcée, à la baisse de la confiance des consommateurs.

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



Pour le début de l'année 2006, l'indicateur de confiance en données mensuelles non lissées a rebondi, comme en témoigne la hausse d'une valeur de -1 en décembre à +3 en janvier. La confiance s'est ensuite infléchie au cours de quatre mois consécutifs ce qui porte l'indicateur à -9 en mai 2006. Toutes les composantes de l'indicateur de confiance non lissé, à l'exception de la situation financière, ont contribué à ce recul. Au-delà des informations fournies par les composantes de l'indicateur, on peut penser que le déclin de la confiance des consommateurs début 2006 s'explique par les récentes annonces de licenciements et de restructurations dans plusieurs entreprises et entités actives au Luxembourg. De plus, la détérioration de la confiance des consommateurs d'automne 2005 à début 2006 peut résulter de l'incertitude liée aux discussions relatives au contenu des réformes structurelles. La déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière du pays du 2 mai 2006 devrait au moins avoir levé cette incertitude.

Le graphique suivant montre que les indicateurs de confiance du Luxembourg et de la zone euro ont eu tendance à évoluer en parallèle jusqu'à la mi-2005 et que leurs tendances respectives contrastent nettement depuis lors. En effet, la confiance des consommateurs de la zone euro a affiché des signes d'amélioration depuis le second semestre 2005 alors que la confiance des consommateurs du Luxembourg s'est inscrite sur une tendance négative. Des facteurs spécifiques au Luxembourg, comme ceux mentionnés au paragraphe précédent, semblent donc avoir primé dans l'évolution de la confiance des consommateurs au Grand-Duché depuis la mi-2005, supplantant ainsi l'impact des informations en provenance des pays limitrophes. Le degré de co-mouvement entre les indicateurs de confiance du Luxembourg et ceux des pays limitrophes s'est estompé depuis lors.

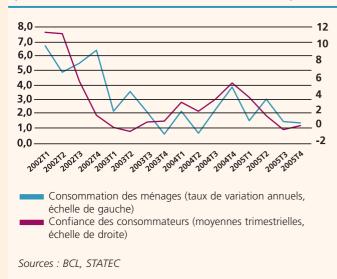


Utilité des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs pour l'analyse de l'évolution à court terme de la consommation des ménages

En raison de leur périodicité mensuelle et de leur disponibilité rapide, les résultats des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs sont susceptibles de contribuer à l'analyse de l'évolution à court terme de la consommation des ménages. Il est entendu que leur valeur est liée à la fiabilité des informations relatives à l'évolution de la consommation des ménages qu'elles dispensent. Ainsi, le présent encadré examine l'utilité de l'indicateur de confiance des consommateurs et de ses composantes pour l'analyse des évolutions de la croissance de la consommation des ménages au Luxembourg.

L'analyse du graphique ci-dessous, qui présente les taux de variation <u>annuels</u> de la consommation des ménages (calculés sur base des comptes nationaux trimestriels), d'une part, et de l'indicateur de confiance des consommateurs, d'autre part, permet d'identifier un raisonnable degré de co-mouvement entre les deux séries en question.

GRAPHIQUE 24: INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET CROISSANCE ANNUELLE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES EN VOLUME (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)



L'analyse de corrélation présentée ci-dessous confirme cette conclusion tirée de l'examen direct du graphique. Le tableau suivant recense les coefficients de corrélation obtenus pour différents décalages entre la croissance annuelle de la consommation des ménages et les données issues des enquêtes auprès des consommateurs. La deuxième (quatrième) colonne indique les corrélations dans le cas où les données d'enquête sont en retard (en avance) sur la croissance annuelle de la consommation des ménages. Les entrées du tableau qui sont indiquées en caractères gras sont significatives au seuil de 1%, à l'exception de la capacité à épargner qui l'est au seuil de 5% (en t+1). Les autres coefficients de corrélation ne sont pas significatifs.

Cette analyse de corrélation fait ressortir que l'indicateur de confiance des consommateurs peut être considéré comme un indicateur avancé de la croissance annuelle de la consommation des ménages puisque la corrélation est maximale si l'indicateur devance le taux annuel de progression de la consommation d'un trimestre (colonne 4). Le même constat vaut au niveau de trois des composantes de l'indicateur de confiance, à savoir la situation financière des ménages, le chômage et la capacité d'épargner.

TABLEAU 10 : CORRÉLATION ENTRE LES ENQUÊTES DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS ET LA CROISSANCE ANNUELLE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES EN VOLUME

	Consommation en t-1 (retard)	Consommation en t	Consommation en t+1 (avance)
Confiance des consommateurs	0,37	0,63	0,67
Composantes de l'indicateur de confiance			
Situation financière	0,78	0,84	0,80
Situation économique générale	-0,04	0,32	0,31
Chômage	0,44	0,65	0,67
Capacité d'épargner	0,25	0,11	0,52
Sources : BCL, STATEC			

Le tableau ci-dessous indique que l'indicateur de confiance des consommateurs peut au mieux être considéré comme un indicateur coïncident de la croissance <u>trimestrielle</u> de la consommation des ménages. Les entrées du tableau qui sont indiquées en caractères gras sont significatives au seuil de 5%, alors que les autres coefficients de corrélation ne sont pas significatifs.

TABLEAU 11 : CORRÉLATION ENTRE LES ENQUÊTES DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS ET LA CROISSANCE TRIMESTRIELLE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES EN VOLUME

	Consommation en t-1 (retard)	Consommation en t	Consommation en t+1 (avance)
Confiance des consommateurs	0,59	0,45	-0,05
Composantes de l'indicateur de confiance			
Situation financière	0,56	0,38	-0,03
Situation économique générale	0,33	0,29	-0,15
Chômage	0,56	0,48	-0,01
Capacité d'épargner	0,23	0,08	0,25

Sources: BCL, STATEC

Globalement, les résultats fournis au présent encadré permettent de conclure que les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs présentent un degré de corrélation raisonnable avec la croissance de la consommation des ménages, surtout si la consommation des ménages est mesurée en glissement annuel. Ces enquêtes fournissent donc des informations précieuses sur l'évolution de la consommation des ménages sachant que les résultats de ces enquêtes sont publiés bien avant les données des comptes nationaux. Toutefois, le fait que les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs n'ont été introduites qu'en 2002 invite à la prudence dans l'extrapolation des évolutions futures de la consommation des ménages à partir des données de ces enquêtes.

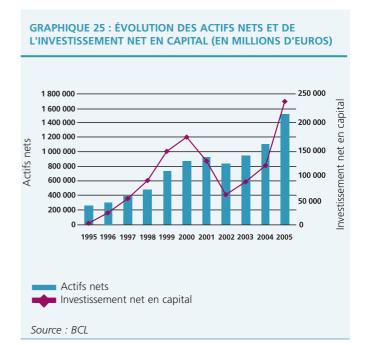
1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 <u>Le développement des activités</u>

Après une période de consolidation entre fin 2000 et début 2003, la bonne tenue des marchés boursiers et le regain subséquent de confiance des investisseurs en 2004 ont permis au secteur financier luxembourgeois de retrouver le chemin de la croissance. Au cours de l'année 2005, un environnement économique et boursier porteur a permis à la place financière de promouvoir le développement de ses activités et de générer ainsi des revenus en nette augmentation par rapport aux années antérieures.

Le climat boursier international en 2005 a particulièrement favorisé le développement de l'industrie des organismes de placement collectif dont la valeur nette d'inventaire (VNI) a progressé de 418 986 millions d'euros, soit 37,9%, pour atteindre 1 525 208 millions d'euros au 31 décembre 2005. Parallèlement à la hausse des marchés financiers dont l'ensemble des OPC a bénéficié, la hausse de l'USD face à l'EUR a été profitable aux OPC dont les actifs sont totalement ou partiellement investis en USD.

De plus, la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, entrée en vigueur au 1^{er} juillet 2005, s'est traduite par la réorientation d'un certain nombre d'investisseurs notamment vers les SICAVs actions, dans la mesure où ces dernières ne sont pas concernées par la directive.



Au cours du premier trimestre 2006, ces développements positifs se poursuivent. Ainsi, sur cette période, la VNI des organismes de placement collectif a affiché une nouvelle progression de 150 millions d'euros, soit 9,8%, ce qui lui a permis d'atteindre 1 675 millions d'euros au 31 mars 2006. Cette progression est marquée par un apport cumulé en capital (investissements net en capital) de 106 569 millions d'euros au cours des trois premiers mois de l'année 2006.

TABLEAU 12 : ÉVOLUTION DE LA SITUATION GLOBALE DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF (EN MILLIONS D'EUROS ; DONNÉES BRUTES ; ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE SAUF INDICATION CONTRAIRE)

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Invest. net en capital 1) 2)	Variations des marchés financiers ^{2) 3)}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	10 081	5 299	152 920	16,0		
2005									
mars	1 987	7 964	1 194 010	61 320	-3 968	161 238	15,6	14 805	1,3
juin	2 025	8 207	1 289 787	36 772	27 220	242 967	23,2	42 380	3,4
sep.	2 053	8 332	1 423 551	75 901	34 132	364 626	34,4	62 554	4,6
déc.	2 060	8 497	1 525 208	62 284	27 133	418 986	37,9	50 657	3,4
2006									
jan.	2 052	8 548	1 583 244	34 110	23 926	436 659	38,1	58 036	3,8
fév.	2 080	8 626	1 638 106	36 018	18 844	458 901	38,9	54 862	3,5
mars	2 091	8 724	1 675 260	36 441	713	481 250	40,3	37 154	2,3

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

Source : CSSF

Au niveau des OPC monétaires, la hausse de la somme de bilan a atteint 18 624 millions d'euros, soit 11,5%, en 2005. Toutefois, dans un environnement boursier orienté à la hausse, l'arbitrage des investisseurs entre risque et rentabilité se fait au détriment des fonds monétaires et ceci en dépit de l'orientation à la hausse des taux monétaires. Ainsi, la somme des bilans des OPC monétaires a affiché un léger recul au cours du premier trimestre 2006 pour atteindre 178 949 millions d'euros au 31 mars 2006.

²⁾ Montants cumulés par année et/ou trimestre.

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

TABLEAU 13 : PORTEFEUILLE TITRES AUTRES QUE DES ACTIONS DÉTENUS PAR LES OPC MONÉTAIRES (ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE) 9

	Montant	s en millior	s d'euros	Variation	en millio	ns d'euros et	t en %	Poids	relatif
Emetteur des titres	2004/12	2005/12	2006/03	2004/12 - 2	005/12	2005/12 - 2	2006/03	2000	6/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total 2)	Zone géo. ³⁾
Emetteurs résidents	2 562	3 460	3 973	899	35,1	513	14,8	2,1	100,0
Etablissements de crédit	2 024	2 088	2 622	65	3,2	533	25,5	1,4	66,0
Administrations publiques	44	22	40	- 22	-50,7	18	83,5	0,0	1,0
Autres secteurs	494	1 350	1 312	856	173,3	- 39	-2,9	0,7	33,0
Autres intermédiaires financiers	319	1 039	1 204	720	225,4	164	15,8	0,6	30,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	60	4	16	- 57	-93,5	12	304,1	0,0	0,4
Sociétés non financières	114	307	92	193	168,6	- 215	-70,0	0,0	2,3
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro Etablissements de crédit	67 827 38 523	70 300 39 798	110 832 38 661	2 473 1 275	3,6	40 533	57,7	57,6 20,1	100,0
Administrations publiques	13 784	16 096	12 278	2 312	16,8	-3 818	-23,7	6,4	11,1
Autres secteurs	15 520	14 406	59 893	-1 115	-7,2	45 488	315,8	31,1	54,0
Autres intermédiaires financiers	8 286	13 885	13 634	5 598	67,6	- 250	-1,8	7,1	12,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	983	521	1 068	- 462	-47,0	546	104,8	0,6	1,0
Sociétés non financières	6 224	5 576	5 911	- 649	-10,4	335	6,0	3,1	5,3
Ménages et ISBLM	26	0	0	- 26	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	68 843	75 613	77 470	6 770	9,8	1 857	2,5	40,3	100,0
Etablissements de crédit	33 134	38 136	39 280	5 002	15,1	1 145	3,0	20,4	50,7
Administrations publiques	4 722	2 428	2 638	-2 294	-48,6	209	8,6	1,4	3,4
Autres secteurs	30 987	35 049	35 552	4 062	13,1	503	1,4	18,5	45,9
Total	139 232	149 373	192 275	10 141	7,3	42 903	28,7	100,0	100,0

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

²⁾ Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions.

³⁾ Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée.

L'amélioration du climat économique général ainsi que le retour à un environnement porteur sur les marchés boursiers ont également permis aux établissements de crédit d'augmenter le volume de leurs activités. Ainsi, avec un encours de 792 420 millions d'euros au 31 décembre 2005, la somme des bilans des établissements de crédit affiche une fois encore un niveau historique.

TABLEAU 14 : ÉVOLUTION DE LA SOMME DES BILANS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (EN MILLIONS DE EUR ; DONNÉES BRUTES ; ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE) (1) 2)

Nombre de banques	Somme des bilans	Variation annuelle en EUR	Variation annuelle en %	Variation trimestrielle en EUR	Variation trimestrielle en %	Variation mensuelle en EUR	Variation mensuelle en %	Moyenne annuelle
210	598 459	57 571	10,6					550 008
202	647 749	49 290	8,2					630 065
189	721 000	73 251	11,3					685 944
177	662 618	-58 382	-8,1					687 037
169	655 971	-6 647	-1,0					660 730
162	695 103	39 132	6,0					680 249
162	715 129	39 968	5,9	20 026	2,9	-1 836	-0,3	
159	746 480	61 839	9,0	31 351	4,4	12 559	1,7	
157	758 314	79 283	11,7	11 834	1,6	5 728	0,8	
155	792 420	97 317	14,0	34 106	4,5	5 065	0,6	746 623
156	797 497	87 826	12,3			5 077	0,6	
156	821 514	104 549	14,6			24 017	3,0	
155	823 028	107 899	15,1	30 608	3,9	1 514	0,2	
	de banques 210 202 189 177 169 162 162 159 157 155	de banques des bilans 210 598 459 202 647 749 189 721 000 177 662 618 169 655 971 162 695 103 159 746 480 157 758 314 155 792 420 156 797 497 156 821 514	de banques des bilans annuelle en EUR 210 598 459 57 571 202 647 749 49 290 189 721 000 73 251 177 662 618 -58 382 169 655 971 -6 647 162 695 103 39 132 159 746 480 61 839 157 758 314 79 283 155 792 420 97 317 156 797 497 87 826 156 821 514 104 549	de banques des bilans annuelle en EUR annuelle en % 210 598 459 57 571 10,6 202 647 749 49 290 8,2 189 721 000 73 251 11,3 177 662 618 -58 382 -8,1 169 655 971 -6 647 -1,0 162 695 103 39 132 6,0 159 746 480 61 839 9,0 157 758 314 79 283 11,7 155 792 420 97 317 14,0 156 797 497 87 826 12,3 156 821 514 104 549 14,6	de banques des bilans annuelle en EUR annuelle en % trimestrielle en EUR 210 598 459 57 571 10,6 202 647 749 49 290 8,2 189 721 000 73 251 11,3 177 662 618 -58 382 -8,1 169 655 971 -6 647 -1,0 162 695 103 39 132 6,0 159 746 480 61 839 9,0 31 351 157 758 314 79 283 11,7 11 834 155 792 420 97 317 14,0 34 106 156 797 497 87 826 12,3 156 821 514 104 549 14,6	de banques des bilans annuelle en EUR annuelle en % trimestrielle en EUR trimestrielle en % 210 598 459 57 571 10,6 49 290 8,2 49 290 49 290 8,2 4,2 49 290 8,2 4,2 49 290 8,2 4,2 4,2 4,2 4,2 4,2 4,2 4,4 4,4 4,4 4,4 4,5 4,4 4,5 4,4 4,5 4,5 4,5 4,5 4,5 4,5 4,5 4,5 4,5 <td< td=""><td>de banques des bilans annuelle en EUR annuelle en % trimestrielle en EUR trimestrielle en % mensuelle en EUR 210 598 459 57 571 10,6 202 647 749 49 290 8,2 189 721 000 73 251 11,3 </td><td>de banques des bilans annuelle en EUR trimestrielle en % trimestrielle en % trimestrielle en % mensuelle en EUR mensuelle en % 210 598 459 57 571 10,6 </td></td<>	de banques des bilans annuelle en EUR annuelle en % trimestrielle en EUR trimestrielle en % mensuelle en EUR 210 598 459 57 571 10,6 202 647 749 49 290 8,2 189 721 000 73 251 11,3	de banques des bilans annuelle en EUR trimestrielle en % trimestrielle en % trimestrielle en % mensuelle en EUR mensuelle en % 210 598 459 57 571 10,6

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

²⁾ Pour les années 1999 à 2003, les colonnes 2 et 3 rapportent les données du mois de décembre en non pas le cumul des données de l'année.

La dynamique de croissance, entamée en 2003 et 2004 et qui s'est renforcée en 2005, se poursuit également au cours du premier trimestre 2006. Ainsi, la somme des bilans des banques a augmenté de 30 608 millions d'euros, soit 3,9%, entre le 31 décembre 2005 et le 31 mars 2006.

L'augmentation du volume d'activités mesurée par la somme des bilans s'est manifestée en premier lieu au niveau des activités interbancaires, à l'actif comme au passif. On notera également le développement favorable des créances sur la clientèle ainsi que celui des portefeuilles de titres. A l'actif, l'accroissement en volume des créances interbancaires, qui affichent une hausse de 7,5% entre fin décembre 2004 et 2005, est nettement en retrait par rapport aux taux de croissance annuels affichés par les créances sur la clientèle et les portefeuilles de titres. Les créances sur la clientèle ont fortement augmenté à concurrence de 20,9%, passant de 121 307 millions d'euros fin 2004 à 146 640 millions d'euros fin 2005. Au cours du premier trimestre de l'année en cours elles ont progressé de 3,9% pour atteindre 152 291 millions d'euros. La contribution la plus marquée à l'augmentation de la somme des bilans provient cependant des portefeuilles titres qui ont progressé de 40 917 millions d'euros, soit 23,4% entre le 31 décembre 2004 et le 31 décembre 2005. Cette hausse s'est confirmée au cours des trois premiers mois de l'année en cours avec une progression de respectivement 6,8% et 14 595 millions d'euros.

TABLEAU 15 : PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS POSTES DE L'ACTIF DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION (ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE)

	Montants en millions d'euros			Variation	en millio	en %	Poids relatif 1)	
Actifs	2004/12	2005/12	2006/03	2004/12 - 2	2005/12	2005/12 - 2	006/03	2006/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	377 666	405 891	415 888	28 224	7,5	9 998	2,5	50,5
Créances sur la clientèle	121 307	146 640	152 291	25 333	20,9	5 651	3,9	18,5
Portefeuille titres	174 522	215 439	230 035	40 917	23,4	14 595	6,8	27,9
Autres actifs	21 608	24 451	24 814	2 843	13,2	363	1,5	3,0
Total de l'actif	695 103	792 420	823 028	97 317	14,0	30 608	3,9	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs.

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois ne se confirment pas au niveau du passif; en effet, la majeure partie du regain de volume des activités provient des opérations interbancaires et du refinancement par émission de titres. Ces développements relèguent au second plan l'accroissement de pourtant 10,7% des dépôts de la clientèle. Ces derniers ont atteint 255 580 millions d'euros au 31 décembre 2005. Au cours du premier trimestre de l'année 2006, cette tendance s'est inversée dans la mesure où les dettes envers la clientèle ont progressé de 12,6%, soit 32 306 millions d'euros, pour atteindre 287 886 millions d'euros.

TABLEAU 16 : PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS POSTES DU PASSIF DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION (ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 1)
Passifs	2004/12	2005/12	2006/03	2004/12 - 2	2005/12	2005/12 - 2	006/03	2006/03
				en millions	en %	en millions	en %	
				d'euros		d'euros		
Dettes interbancaires	329 761	386 031	387 060	56 270	17,1	1 029	0,3	47,0
Dettes envers la clientèle	230 903	255 580	287 886	24 677	10,7	32 306	12,6	35,0
Dettes représentées par un titre	76 902	89 535	86 198	12 633	16,4	-3 337	-3,7	10,5
Autres passifs	57 537	61 273	61 883	3 736	6,5	610	1,0	7,5
Total du passif	695 103	792 420	823 028	97 317	14,0	30 608	3,9	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs.

Source : BCL

1.2.4.2 <u>L'emploi dans le secteur financier</u>

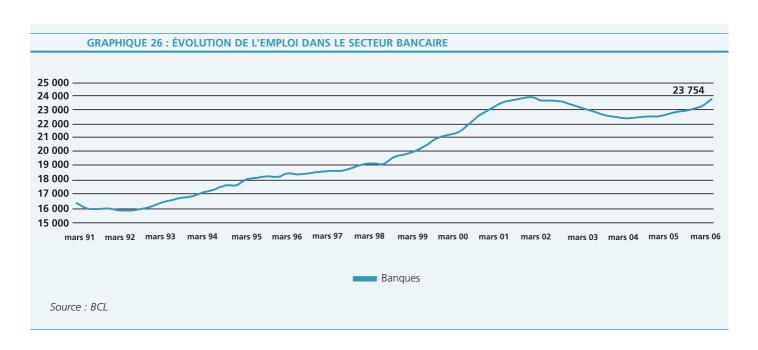
Au 31 décembre 2005, le secteur financier luxembourgeois employait 31 344 personnes contre 29 067 au 31 décembre 2004, soit une création nette de 2 277 emplois (+7,8%). Malgré l'extension de la couverture statistique sur cette période, la hausse de l'emploi dans le secteur financier est en grande partie liée à la croissance de l'activité dans ce secteur. Les premiers chiffres pour 2006 confirment cette dynamique, puisque 1 954 emplois ont été créés au cours du premier trimestre, soit une hausse de 6,2%. Au 31 mars 2006, le secteur financier employait 33 298 personnes.

La situation dans le secteur bancaire

Au 31 décembre 2005, le secteur bancaire luxembourgeois employait 23 224 personnes contre 22 549 au 31 décembre 2004, soit une hausse de 3,0%, ce qui représente la plus forte augmentation annuelle depuis 2001 (+3,7%).

Rappelons tout d'abord que les années 2002 et 2003 avaient été marquées par un fort mouvement de concentration qui a fait diminuer le nombre de banques de 20 unités, soit plus de 10%, sur cette période. A partir de 2004, ce mouvement a très nettement décéléré tandis que s'amorçait une reprise économique au sein de la zone euro. Cela s'est notamment traduit par une progression de 14,0% de la somme de bilan en 2005. Ces facteurs ont contribué à une reprise progressive, trimestre après trimestre, de l'emploi dans les banques. Ainsi, les établissements de crédit luxembourgeois sont passés d'un rythme de création d'emplois plutôt modeste en 2004, avec 36 créations nettes d'emplois, à un rythme plus soutenu en 2005, avec 675 créations nettes.

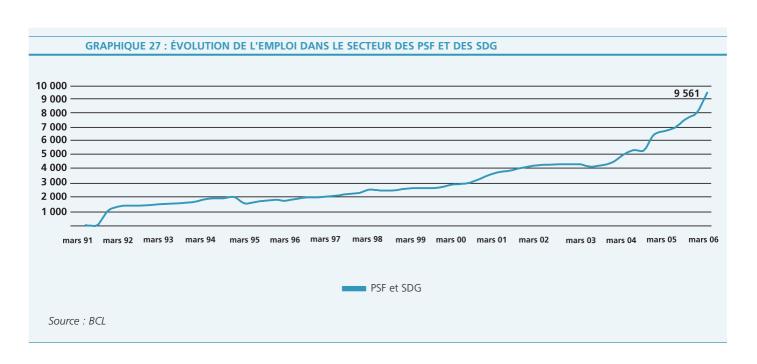
L'analyse des données sur l'emploi dans les banques au cours du premier trimestre de l'année 2006 renforce encore ce constat. En effet, au cours de ce trimestre, 530 emplois ont été créés, soit une progression de 2,3%, ce qui porte l'effectif du secteur bancaire à 23 754 personnes au 31 mars. Il convient toutefois de préciser que cette hausse résulte pour une grande partie d'un facteur spécifique, à savoir la filialisation d'une ligne de métier par une banque de la place; cette mesure s'accompagne d'un transfert de 700 employés et de la création nette de 370 emplois nouveaux afin de répondre à une activité couvrant à la fois le Luxembourg et la Belgique.



La situation dans les PSF et dans les sociétés de gestion

Les professionnels du secteur financier (PSF) employaient 6 547 personnes au 31 décembre 2005, contre 6 059 au 31 décembre 2004, ce qui représente 488 créations nettes d'emplois sur cette période. L'emploi dans les PSF a progressé de manière assez forte depuis 2004 en raison de l'extension de la couverture statistique liée à l'application de la loi du 2 août 20038. Cet effet est apparu toutefois plus modeste en 2005 qu'il ne l'avait été en 2004, où la hausse de 1 621 emplois s'était finalement soldée, après élimination de l'effet de base, par une diminution nette de 90 emplois. En 2005 est apparu un certain équilibre entre la création de nouvelles entités et les transformations de certains PSF existant en sociétés de gestion. Par conséguent, la progression de 488 emplois enregistrée en 2005 est en grande partie liée à la croissance du volume d'affaires de ce secteur. Les premiers chiffres pour 2006 laissent entrevoir un prolongement de cette dynamique de créations d'emplois. Ainsi, au 31 mars 2006, le secteur des PSF employait 7 799 personnes, ce qui représente un accroissement de 1 252 emplois, soit 19,1%.

Les sociétés de gestion (SDG) ont vu leurs effectifs s'accroître de 1 059 emplois entre décembre 2004 et décembre 2005, soit 206%, pour atteindre 1 572 emplois. Contrairement aux PSF pour lesquels l'extension du périmètre de collecte avait ioué un rôle déterminant en 2004 mais mineur en 2005. la hausse de l'effectif des SDG en 2005 est essentiellement due à la prise en compte de trois nouvelles entités de taille importante dans la collecte. Celles-ci représentent 582 emplois au 31 décembre 2005, soit 37% de l'emploi total des SDG. En dehors de ce phénomène statistique, il convient de souligner que les marchés boursiers connaissent une croissance assez forte depuis deux ans, ce qui favorise l'emploi dans le secteur des SDG. A l'instar des banques et des PSF, les SDG ont vu leurs effectifs s'accroître au cours du premier trimestre 2006. 190 emplois ont ainsi été créés, soit une hausse de 12,1%, ce qui porte l'effectif de ce secteur à 1 762 personnes.



Pour plus d'informations, le lecteur peut se reporter à la page 42 du Bulletin 2004/4 de la BCL, disponible sur le site www.bcl.lu.

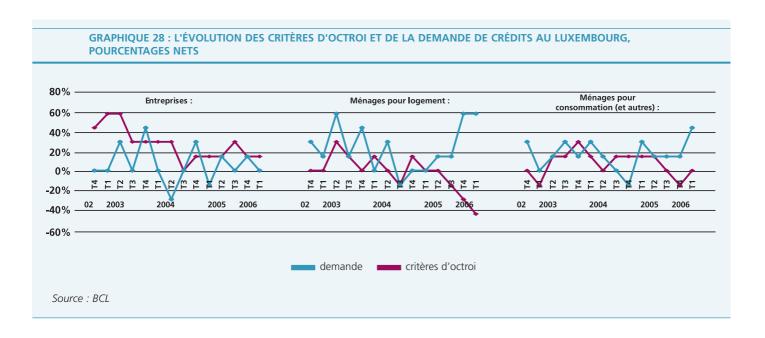
1.2.4.3 <u>L'enquête sur la distribution du crédit bancaire</u> au Luxembourg

L'enquête trimestrielle sur le crédit bancaire au Luxembourg s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. Cette enquête se présente sous forme d'un questionnaire relatif aux crédits consentis aux ménages et aux sociétés non financières. Ce questionnaire est envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Le questionnaire est composé d'une série de questions de nature qualitative portant à la fois sur la demande et sur l'offre de crédits.

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en "pourcentages nets". Pour les questions sur les critères d'octroi, c'est-à-dire le côté de l'offre, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Dans l'ensemble, entre début 2005 et le premier trimestre 2006, les résultats de l'échantillon luxembourgeois ne sont que partiellement en ligne avec ceux de la zone euro. En effet, c'est surtout du côté de la demande nette que les deux échantillons font apparaître des résultats comparables et des tendances parfois identiques. Dans ce contexte, la demande nette respectivement des entreprises et des ménages s'est inscrite en hausse au sein de la zone euro. Au Luxembourg, la demande nette a généralement augmenté, notamment pour ce qui est des crédits à l'habitat accordés aux ménages. Quant aux critères d'octroi, les banques de l'échantillon de la zone euro ont en moyenne plutôt signalé un assouplissement net des critères au cours de la période sous revue. Au Luxembourg, les résultats de l'enquête indiquent que les critères d'octroi aux entreprises se sont durcis ; les critères d'attribution relatifs aux crédits octroyés aux ménages se sont cependant assouplis pour ce qui est des crédits à l'habitat, alors que ceux appliqués aux crédits de consommation (et autres) se sont, en moyenne, légèrement durcis.

Le graphique ci-joint présente, pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois, l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux guestions clefs de l'enquête.



D'après les résultats des cinq dernières enquêtes, le durcissement net des critères d'octroi appliqués à l'attribution des crédits aux entreprises découlerait des perceptions de risques liés à l'activité économique future et aux perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises en question ; alors que tout au long de la période sous revue les coûts liés aux fonds propres ont également été invoqués comme ayant contribué à un durcissement des critères d'attribution, la concurrence des autres banques a été citée comme ayant exercé un effet opposé.

La demande nette émanant des entreprises s'est en moyenne légèrement accrue au cours des cinq derniers trimestres. Les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que cette évolution serait surtout liée aux investissements en capital fixe.

Si les banques ont signalé un durcissement net des critères d'octroi aux entreprises, les résultats de l'enquête font apparaître un important assouplissement net des critères de décision appliqués aux crédits à l'habitat des ménages. Les pourcentages nets relatifs à ces critères sont d'ailleurs devenus de plus en plus importants entre le deuxième trimestre 2005 et début 2006, de façon à faire apparaître une tendance négative qui pourrait être interprétée comme un assouplissement graduel et croissant. Depuis le troisième trimestre de l'année passée, la concurrence bancaire aurait de plus en plus contribué à cette évolution, alors que les risques liés aux perspectives sur le marché du logement auraient diminué, contribuant davantage à l'assouplissement net signalé par les banques ; les risques liés à l'activité économique générale ont cependant été cités comme ayant contribué à un durcissement.

En parallèle avec l'assouplissement net des critères à l'habitat, la demande nette pour ces crédits a été rapportée comme ayant considérablement augmenté, surtout du troisième au dernier trimestre 2005 ; une tendance haussière est clairement discernable entre début et fin 2005. D'après les résultats de l'enquête, un besoin de financement accru lié aux perspectives sur le marché du logement serait à l'origine de cette forte hausse. Depuis deux trimestres, les banques ont également cité le moindre recours à l'épargne en tant que financement alternatif, ainsi que le regain de confiance des ménages, comme facteurs explicatifs.

En moyenne, pendant la période sous revue, un léger durcissement net a été signalé pour les critères appliqués aux crédits à la consommation (et autres). Alors que les résultats indiquent que la concurrence des autres banques a contribué à un assouplissement des critères, surtout aux deux derniers trimestres, l'incidence de ce facteur a été plus que contrebalancée par les perceptions de risques liés à la capacité de remboursement des emprunteurs. Du côté de la demande, une hausse nette a été signalée ; les pourcentages nets relatifs à la demande se sont particulièrement accrus lors de la dernière enquête.

1.2.4.4 <u>L'évolution des comptes de profits et pertes</u>

Sur base des chiffres provisoires, le résultat net agrégé des établissements de crédit a progressé de 21,4% en 2005, contre +1,5% en 2004 et +7,5% en 2003, poussé avant tout par la bonne tenue de l'industrie des fonds d'investissement et le climat boursier favorable. La marge sur intérêts s'est comprimée de 3,2% par rapport à 2004, alors que le solde net sur commissions affiche une progression de 14%. Les frais de fonctionnement sont en hausse de 5,6%, ce qui est imputable à l'augmentation des frais de personnel.

L'évolution de la structure des revenus au cours des dernières années témoigne d'un renforcement de la part relative des revenus hors intérêts dans le total des revenus pour dépasser 50% en 2005, ceci au détriment de la marge sur intérêts proprement dite. Cette évolution trouve son origine dans le processus de mutation d'une place financière principalement active sur les euro-marchés par l'octroi de crédits et par la collecte de dépôts de la clientèle non-bancaire vers une place centrée sur l'activité private banking, la domiciliation et l'administration de fonds communs de placement.

Les banques ont ainsi pu atteindre fin 2005° un résultat brut avant provisions de 4 608 millions d'euros, en hausse de 12,9% par rapport à fin décembre 2004. L'amélioration de la situation économique, la reprise des marchés boursiers et la réévaluation subséquente des actifs financiers ont permis aux établissements de crédit de limiter la constitution de corrections de valeur. Dans ces conditions, les établissements de crédit ont payé plus d'impôts en 2005 qu'en 2004 (771 millions d'euros en 2005 contre 762 millions d'euros en 2004), soit une hausse modérée de 1,2%. Un résultat net après impôts en hausse de 626 millions d'euros, atteignant 3 546 millions d'euros en 2005 a par conséquent été dégagé.

⁹ Une analyse détaillée de l'exercice 2005 peut être trouvée dans la Revue de stabilité financière 2006.

(en millions de EUR, sauf indication contraire)	2000	2004	2002	2002	2004	2005
Rubrique des débits et des crédits	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Intérêts et dividendes perçus	51 628	52 790	43 170	35 135	30 964	36 249
Intérêts bonifiés	47 925	48 332	38 895	31 000	26 874	32 288
Marge sur intérêts (1-2)	3 703	4 458	4 275	4 135	4 090	3 961
Revenus nets:						
sur réalisation de titres	322	174	173	288	417	386
sur commissions	3 216	2 830	2 654	2 552	2 853	3 253
sur opérations de change	312	290	317	282	300	356
sur divers	475	399	949	429	68	458
Revenus nets (4+5+6+7)	4 325	3 693	4 093	3 552	3 638	4 453
Produit bancaire (3+8)	8 028	8 151	8 368	7 687	7 728	8 414
Frais de personnel	1 716	1 804	1 871	1 790	1 884	1 994
Frais d'exploitation	1 483	1 506	1 416	1 370	1 425	1 499
Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 199	3 310	3 287	3 160	3 309	3 493
Impôts divers, taxes et redevances	99	95	51	41	35	40
Amortissements sur immobilisé non financier	320	402	316	293	302	273
Résultats avant provisions (9-12-13-14)	4 410	4 344	4 714	4 193	4 082	4 608
Provisions et amortissements sur disponible,						
réalisable, et immobilisé financier	1 682	1 405	1 928	1 241	1 025	906
Extourne de provisions	794	686	526	590	625	615
Constitution nette de provisions	888	719	1 402	651	400	291
Résultats après provisions (15-18)	3 522	3 625	3 312	3 542	3 682	4 317
Impôts sur revenu et le bénéfice	969	833	636	665	762	771
Résultat net (19-20)	2 553	2 792	2 676	2 877	2 920	3 546
(en pourcent de la somme de bilan agrégée mo	venne)					
Rubrique des débits et des crédits	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Frais généraux (lignes 9 à 12)	0,57	0,55	0,52	0,52	0,53	0,50
Résultats avant provisions	0,69	0,62	0,67	0,63	0,59	0,61
Provisions et amortissements	0,14	0,10	0,20	0,10	0,06	0,04
Résultats après provisions	0,55	0,52	0,47	0,53	0,54	0,57

Cette évolution se confirme au cours du premier trimestre 2006 où la prolongation de la reprise de l'économie et des places boursières mondiales a eu un impact favorable sur les bénéfices des banques luxembourgeoises qui ont dégagé sur cette période des résultats en forte augmentation, à savoir un résultat brut avant provisions et impôts de 1 862 millions d'euros ce qui représente une hausse de 69,9% ou 766 millions d'euros par rapport au 31 mars 2005.

TABLEAU 18 : COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN COURS D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS12

	2005 / 03	2006 / 03		Variation n pourcent	Variation en termes bruts
Intérêts et dividendes perçus	8 475	11 728		38,4	3 253
Intérêts bonifiés	7 533	10 652		41,4	3 119
Marge sur intérêt (1-2)	942	1 076		14,2	134
Revenus nets:					
sur réalisation de titres	117	79		-32,5	-38
sur commissions	785	1 005		28,0	220
sur opérations de change	80	126		57,5	46
sur divers	87	582		569,0	495
Revenus nets (4+5+6+7)	1 069	1 792		67,6	723
Produit bancaire (3+8)	2 011	2 868		42,6	857
Frais de personnel	489	538		10,0	49
Frais d'exploitation	347	396		14,1	49
Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	836	934		11,7	98
Impôts divers, taxes et redevances	9	12		33,3	3
Amortissements sur immobilisé non financier	70	60	_	-14,3	-10
Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 096	1 862		69,9	766

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

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

1.2.4.5 L'analyse des résultats des banques

La marge sur intérêts, qui s'est élevée à 1 076 millions d'euros au 31 mars 2006, a progressé de 14,2% ou 134 millions d'euros par rapport à la même période de l'exercice précédent. Les intérêts et dividendes perçus ont augmenté de 3 253 millions d'euros tandis que les intérêts bonifiés ont progressé de 3 119 millions d'euros. L'amélioration de la marge sur intérêts s'explique essentiellement par les hausses des taux directeurs de la BCE, survenues en décembre 2005 et en mars 2006. En effet, les banques ont pu effectuer des transformations d'échéances qui leur ont permis d'augmenter leurs revenus.

La forte progression exceptionnelle du résultat net sur divers est à la source d'une diminution considérable de la part relative de la marge sur intérêts dans le résultat brut de 46,8% en mars 2005 à 37,5% en mars 2006.

Le solde net sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et des fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administrations centrales, a affiché une forte progression de 28%, pour s'élever à 1 005 millions d'euros au 31 mars 2006. Le retournement depuis 2004 du mouvement baissier du solde sur commissions, qui avait diminué de 12% en 2001, de 6,2% en 2002 et de 3,8% en 2003, s'explique essentiellement par l'excellente évolution des marchés financiers européens qui se sont envolés au cours de l'année 2005. Cette tendance n'a pas été freinée au premier trimestre 2006. Ainsi, entre fin mars 2005 et fin mars 2006, l'indice LUXXX a affiché une performance de 39,6%, le DAX allemand ayant progressé de 37,3%. Le DJ Stoxx 50 était également en hausse de 22,4% et a devancé le Royaume-Uni (FTSE +21,9%). Du côté français, le CAC 40 a augmenté de 28,4% sur cette même période.

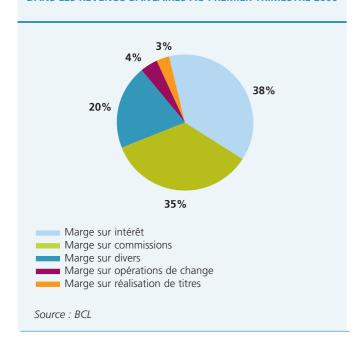
La progression des places boursières influence positivement la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC sur base de laquelle est calculé le solde net sur commissions. Fin mars 2006, les actifs nets des OPC ont franchi le cap des 1 675 milliards d'euros (+ 40,31% par rapport à la même période de l'année précédente).

GRAPHIQUE 29: PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES 2003-2006 1 200 1 000 800 600 400 -200 -Marge sur Solde sur Marge sur Solde sur Marge sur intérêts commissions divers opérations de réalisation de titres change 2006/03 2005/03 2004/03 2003/03 Source: BCL

Les revenus nets sur réalisation de titres n'ont pas pu franchir le niveau atteint en 2006. La marge sur réalisation de titres a en effet diminué de 32,5%, soit de 38 millions d'euros, pour s'élever à 79 millions d'euros fin mars 2006.

La hausse de 569% ou 495 millions d'euros des revenus nets sur divers doit être interprétée avec prudence étant donné le faible niveau de ce poste au premier trimestre 2005. En effet, avec 582 millions d'euros, ces revenus non-récurrents et par nature volatiles ont atteint en 2006 un solde record comparé aux premiers trimestres de la décennie passée. Cette évolution est majoritairement due à une plus-value extraordinaire réalisée par une banque de la place suite à la filialisation d'une de ses activités principales. Il faudra remarquer que cet élément, qui bénéficie d'une exonération fiscale, est la source de la progression notable du produit bancaire de 42,6% ainsi que du résultat brut avant provisions de 69,9%. Toutefois, en faisant abstraction de cette plus-value inhabituelle nous permet de relever une croissance toujours robuste de 26,9% du résultat brut avant provisions.

GRAPHIQUE 30 : POIDS DES PRINCIPALES COMPOSANTES DANS LES REVENUS BANCAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2006



Face à cette situation, on relève des frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) en hausse de 11,7% pour s'établir à 934 millions d'euros au 31 mars 2006. Les frais de personnel ont progressé de 10%, du fait notamment de l'effet cumulé d'une augmentation des effectifs (+4,6%) et de l'indexation des salaires (+2,5%) survenue en octobre 2005. La création nette d'emplois dans le secteur bancaire au premier trimestre 2006 (+530 emplois) est essentiellement à la base de la hausse des frais de fonctionnement. La progression des frais de conseil en informatique, des frais de déplacement, des frais de représentation, des honoraires ainsi que des fournitures de bureau est à l'origine de la hausse des charges d'exploitation de 14,1%.

L'amélioration du ratio coûts sur revenus qui passe de 41,5% au premier trimestre 2005 à 32,6% au premier trimestre 2006 est essentiellement due à la forte progression des revenus extraordinaires. La neutralisation de ces revenus permet de calculer un ratio coûts sur revenus de 43,5% au 31 mars 2005 et de 40,8% au 31 mars 2006, rapport qui se compare pourtant encore avantageusement sur le plan international et qui s'améliore par rapport à 2005.

S'y ajoutent une augmentation des impôts divers de 33,3% ou 3 millions d'euros sur le premier trimestre 2006 ainsi qu'une diminution de 14,3% des amortissements sur immobilisation non-financières, ces derniers représentant 60 millions d'euros au 31 mars 2006.

L'effort continu en matière de contrôle et de réduction des coûts ainsi que l'excellente performance ont permis aux banques d'atteindre au premier trimestre 2006 un résultat brut avant provisions de 1 862 millions d'euros, en hausse de 69,9% ou 766 millions d'euros par rapport à la même période de l'année précédente.

1.2.5 Le marché du travail

1.2.5.1 <u>L'emploi</u>

Après s'être redressée tout au long de l'année 2004 pour atteindre 2,5% en moyenne, la progression annuelle de l'emploi total s'est cristallisée autour de 3,2% en 2005, reflétant ainsi la quasi-stabilisation de la croissance du PIB réel. A la faveur de cette vitesse de croisière soutenue, l'emploi total a dépassé la barre des 310 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg dès mai 2005, pour finalement s'établir à 311 238 personnes en moyenne au cours de l'année sous revue. En outre, les estimations disponibles pour les quatres premiers mois de 2006 (soit une progression de 3,4% en moyenne après 3,1% en 2005 au cours de la même période) permettent d'escompter une poursuite du raffermissement de la croissance annuelle de l'emploi. Cette évolution amène l'emploi total à se fixer à 319 571 personnes au mois d'avril 2006.

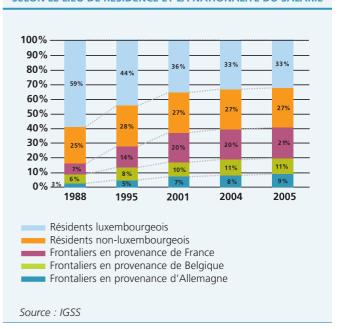
L'économie luxembourgeoise a donc continué de créer un nombre remarquable d'emplois tout au long de l'année 2005, comparativement à ses voisins¹⁰ et les non-résidents actifs au Luxembourg, dont le nombre total s'élevait à 118 325 personnes en 2005 (après 111 855 personnes en 2004, soit une augmentation de 5,8%) continuent d'occuper la grande majorité des nouveaux emplois créés. Leur poids dans les nouveaux emplois s'est stabilisé tout au long de l'année 2005, contrastant avec la baisse de leur part dans les créations d'emplois en 2004¹¹, de sorte qu'ils représentent 67,0% des nouveaux emplois (après 67,7% l'année précédente). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (51,6% de l'ensemble des travailleurs frontaliers), devant ceux de Belgique (26.9%) et d'Allemagne (21.5%). Dans ce contexte, l'emploi national a dépassé la barre des 200 000 personnes au mois de mars 2005 pour atteindre 201 916 personnes en moyenne en 2005, en augmentation de 1,6% par rapport à 2004. La consolidation de la croissance de l'emploi autour de 3,2%, qui s'est dessinée tout au long de l'année, a donc continué de bénéficier davantage aux non-résidents, lesquels continuent d'occuper l'essentiel des emplois créés.

Du côté de l'emploi indépendant, il est intéressant de souligner que son accélération remarquable observée depuis 2004 au Luxembourg ne serait pas, pour l'essentiel, de source conjoncturelle mais relèverait d'un artefact statistique (20 819 travailleurs indépendants en 2005 après 20 285 en 2004, soit une augmentation annuelle de 2,6%).

De fait, une partie du redressement de la croissance de l'emploi indépendant a été causée par l'intégration progressive de travailleurs indépendants qui n'ont jamais été comptabilisés dans les statistiques de l'emploi par le passé. Il s'agit donc d'un effet de niveau lié à une meilleure couverture statistique de ces travailleurs.

Le rythme de croissance annuelle de l'emploi salarié s'est aussi stabilisé autour de 3,2% au cours de 2005. Dès lors, cet agrégat a franchi la barre des 290 000 personnes, soit 290 419 salariés en moyenne en 2005 (contre 281 294 en 2004). La répartition sectorielle de l'emploi salarié, qui représentait 93,3% de l'emploi total en 2005, révèle des différences selon la nationalité et le lieu de résidence. Près de la moitié des résidents de nationalité luxembourgeoise occupent désormais un poste dans les "Autres services" (48% plus précisément alors qu'ils n'étaient que 46% l'année précédente). 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" (20%), du "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (19%) et de l'"Industrie, énergie et eau" (16%).

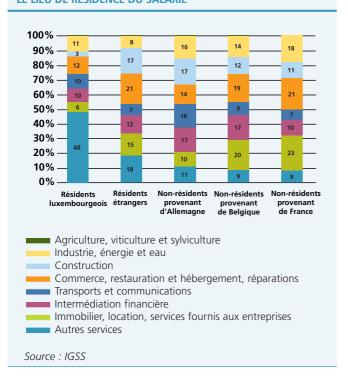
GRAPHIQUE 31 : COMPOSITION DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LE LIEU DE RÉSIDENCE ET LA NATIONALITÉ DU SALARIÉ



L'Allemagne a enregistré une perte d'emplois pour l'année 2005 de l'ordre de 0,2% et la France a affiché, quant à elle, une croissance annuelle de l'emploi de 0,2% en 2005. Les données concernant la progression de l'emploi en Belgique en 2005 ne sont pas disponibles pour l'heure.

Surtout dans le secteur public. De fait, plus d'un emploi nouveau sur trois créé en 2004 (34,5% plus précisément) a été un emploi public ou para-public (santé, éducation).

GRAPHIQUE 32 : RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LA BRANCHE PROFESSIONNELLE ET LE LIEU DE RÉSIDENCE DU SALARIÉ



Qu'en est-il de l'évolution du travail intérimaire 12? En dépit du fait que l'emploi intérimaire ne représente que 2,6% de l'emploi total au Luxembourg¹³, il n'en demeure pas moins intéressant à observer car il fait office 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 qui témoignent de ce rôle.

Tout au long de l'année 2004, le rythme en glissement annuel des créations d'emplois a emprunté un sentier de croissance consolidé en écho à la reprise soutenue de la croissance de l'emploi intérimaire (10,4%), de l'accélération vigoureuse de la progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires (11,6%), et du décollage du nombre de contrats offerts par ces entreprises (14,8%) (après 8,4%, 3,5% et 13,2% l'année précédente). Les données disponibles pour les dix premiers mois de l'année 2005 mettent en lumière une poursuite de l'accélération de la croissance annuelle de ces différents indicateurs¹⁴. Ceci confirme la consolidation de la progression de l'emploi en 2005 et se présente comme un signal positif sur le front de l'emploi pour 2006.

La reprise de la croissance en 2004 et 2005 a stimulé l'évolution des principaux agrégats de l'emploi pour finalement les replacer sur une trajectoire de croissance consolidée tout au long de l'année 2005. De fait, les trajectoires respectives des 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.

La progression de l'emploi n'a pas permis de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg.

¹² Le contrat de travail intérimaire se distingue du contrat de travail de droit commun par sa durée déterminée et ses horaires flexibles.

Au cours de la période s'étalant de janvier à octobre 2005 car les données relatives aux deux derniers mois de l'année 2005 ne sont pas disponibles pour l'heure.

La progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires et du nombre de contrats offerts par ces entreprises s'est raffermie au cours des dix premiers mois de l'année 2005 comparativement à la même période de l'année précédente (respectivement 14,8% et 15,5% après 11,0% et 13,2% au cours des dix premiers mois de 2004). Dans ce contexte, la croissance annuelle de l'emploi intérimaire s'est accélérée (11,2% en moyenne de janvier à octobre 2005 après 9,2% l'année précédente).

TABLEAU 19 : 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 "strict" ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage " <i>larg</i> e"
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,5%	2,5%	3,5%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,3%	2,3%	3,5%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,6%	2,6%	3,9%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	4,9%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,7	1,9	3,9%	3,9%	5,4%
2005	3,2	2,6	3,2	5,8	1,6	2,0	4,2%	4,2%	6,1%
2005T1	3,2	3,2	3,2	5,8	1,6	1,9	4,3%	4,1%	6,2%
2005T2	3,0	3,2	3,1	5,5	1,6	2,0	4,0%	4,2%	6,0%
2005T3	3,2	2,5	3,2	5,9	1,5	2,0	4,2%	4,3%	6,0%
2005T4	3,5	1,6	3,3	6,0	1,7	2,2	4,5%	4,4%	6,3%
2006T1	3,6	-0,6	3,3	5,9	1,7	2,2	4,7%	4,5%	6,5%
Déc-05	3,4	1,4	3,3	5,9	1,7	2,2	4,6%	4,4%	6,4%
Jan-06	3,6	-0,2	3,3	5,9	1,7	2,2	4,8%	4,5%	6,6%
Fév-06	3,6	-0,5	3,3	5,9	1,7	2,1	4,7%	4,5%	6,6%
Mar-06	3,6	-1,0	3,3	5,8	1,7	2,2	4,6%	4,6%	6,5%
Avr-06	3,7	-1,0	3,4	6,0	1,7	1,8	4,3%	4,3%	6,2%

^{*} Les données concernant l'emploi de février à avril 2006 sont des estimations.

Sources : IGSS, STATEC, calculs BCL

Impact des mesures du Comité de Coordination Tripartite sur le marché du travail au Luxembourg

Le Comité de Coordination Tripartite qui s'est achevé récemment a diagnostiqué un certain nombre de disfonctionnements et de faiblesses sur le marché du travail luxembourgeois auxquels il se propose de fournir des remèdes résumés dans son avis publié le 28 avril et repris dans la déclaration du gouvernement du 2 mai 2006. En effet, face à l'augmentation du taux de chômage qui perdure dans le sillage d'une consolidation de la progression annuelle de l'emploi en 2005, le Comité de Coordination Tripartite a décidé d'une part d'inciter les entreprises à recruter prioritairement auprès de la main-d'œuvre résidente à la recherche d'un emploi en dotant les résidents de qualifications et de compétences requises et, d'autre part, de mener une politique d'employment security pour les salariés au lieu d'une politique de job security sous le coup d'une mesure de licenciements collectifs. Cet encadré se propose de discuter du degré d'efficacité d'un certain nombre de ces propositions au regard de la situation sur le marché de l'emploi luxembourgeois.

Pertinence des mesures de révisions de la législation sur le chômage

En vue de faire face à la montée du taux de chômage qui se dessine depuis 2002, le Comité de Coordination Tripartite propose d'offrir 1000 places d'apprentissage supplémentaires et de créer un nombre supplémentaire considérable de places de stage d'insertion et de réinsertion professionnelles". Cette politique de formation devrait théoriquement permettre de modifier la composition de la population active et de mieux adapter la structure de l'offre à la demande croissante de travail qualifié. De fait, si les rendements privés et collectifs des investissements étaient égaux, les interventions publiques n'auraient pas besoin d'améliorer l'efficacité économique. Ainsi dans un système de concurrence pure et parfaite où l'offre de formation serait le fruit d'entreprises privées, les interventions publiques visant à accroître la proportion de travailleurs qualifiés introduiraient des distorsions et empêcheraient une allocation optimale des ressources¹5. Cette situation théorique ne se présente pas dans la réalité et, dès lors, les investissements publics en formations dégagent des externalités positives, c'est-à-dire que chacun bénéficie quotidiennement de la formation des autres. Toutefois, ce type de politique nécessite un investissement dont le financement n'est pas spécifié ici. Or, le type de financement proposé permettrait d'évaluer le rapport coût/opportunité d'une telle politique de formation. De plus, cette "offre" de places d'apprentissage et de stages d'insertion n'est pas concrètement définie en termes de types de postes à occuper par les apprentis et les stagiaires au sein des différents secteurs de l'économie. En outre, aucun planning clairement déterminé n'est fixé par cet avis, ce qui pose la question de savoir si ces formations par la pratique supplémentaires vont être créées à court ou bien seulement à moyen terme.

En ce qui concerne "la proposition du gouvernement qui vise à intensifier la collaboration entre l'ADEM et l'ULEDI (Union des entreprises de travail intérimaire) et à rechercher un partenariat avec les entreprises de travail intérimaire individuelles en vue de la prise en charge d'un groupe de chômeurs difficile à placer", il est intéressant de souligner son caractère tout à fait bénéfique si elle permet d'éviter à certains chômeurs de ne pas avoir de "périodes de vide sur leur curriculum vitae". En effet, une absence prolongée d'activité est susceptible d'être perçue négativement par un employeur potentiel qui risque de l'associer à une période d'oisiveté et non de recherche active d'emploi et par voie de conséquence de mener au rejet de la candidature du chômeur. Dans ce cadre, une mission de travail intérimaire constitue un tremplin vers un autre emploi à durée indéterminée si elle a permis de "combler" ce vide sur le curriculum vitae et de renvoyer, de ce fait, un signal positif du chômeur à l'employeur potentiel. Cependant, la multiplication des missions d'intérim peut conduire à une défiance de l'employeur vis-à-vis de la fidélité de cet employé qui a l'habitude de changer d'employeur très régulièrement et qui risque de ce fait de démissionner plus facilement pour accepter un autre emploi. Plus encore, une telle mesure présente aussi le risque de ne pas engendrer tous les effets escomptés en raison du fait que le marché du travail intérimaire est actuellement un marché fréquenté à près de 80% 15 par les travailleurs frontaliers. En effet, l'attractivité des salaires liée au montant supérieur du salaire minimum au Luxembourg comparativement à celui dans les économies limitrophes, l'attrait des prestations familiales généreuses et des divers avantages octroyés aux travailleurs intérimaires (tels que les tickets restaurant) constituent des facteurs encourageant les travailleurs frontaliers à fortement concurrencer les résidents sur ce marché qui demande en général des personnes peu qualifiées¹⁷. Dans ce cadre, si aucune mesure n'est prise pour réduire l'écart entre le salaire de réservation des chômeurs résidents et de celui des non-résidents, cette concurrence risque de compromettre l'application de cette politique. De fait, le ratio de remplacement des allocations de chômage¹⁸ au Luxembourg est plus élevé que dans les économies voisines, ce qui conduit les chômeurs à fixer un niveau de salaire de réservation plus élevé que celui des non-résidents à la recherche d'un emploi.

Sur le front de la révision de la législation sur le chômage, il est particulièrement important de saluer l'initiative qui vise à discuter de l'introduction du principe de la proportionnalité de la durée d'indemnisation du chômage par rapport à la durée effectivement travaillée. De fait, il apparaît au regard des récents travaux empiriques menés pour un ensemble de pays appartenant à l'OCDE¹9 que la durée de perception de l'indemnisation est particulièrement importante pour comprendre les écarts entre les taux de chômage de longue durée observés dans chaque pays : d'après une étude, le chômeur anticipe le moment où il ne va plus recevoir d'indemnité (ou bien une indemnité bien moins substantielle), ce qui le pousse à baisser son salaire de réservation et à rechercher au plus vite du travail avant cette échéance²0. Dans ce contexte, il a été démontré que le ratio de remplacement n'est pas systématiquement une variable réellement discriminante²¹ mais que c'est bien la durée d'indemnisation qui constitue un facteur explicatif du chômage de longue durée. Cette initiative pourrait donc contribuer à éviter que certains chômeurs ne se retrouvent 12 mois complets au chômage avant d'envisager de rechercher un emploi, évitant ainsi à certains chômeurs de s'enliser dans un chômage de longue durée.

La définition plus restrictive de la condition de résidence pour tout chômeur inscrit auprès de l'ADEM évite certes des inscriptions frauduleuses de frontaliers qui apprenant qu'ils vont perdre leur emploi vont s'installer de suite sur le territoire luxembourgeois au travers d'adresses fictives de domiciliation pour y percevoir les indemnités de chômage plus généreuses que dans leur pays d'origine. Cependant, cette mesure est insuffisante si elle n'est pas suivie de contrôles systématiques de la domiciliation des dossiers de demande d'indemnisation douteux, c'est-à-dire présentant un déménagement au cours des semaines précédent la notification de licenciement.

D'autres mesures visent plus directement une baisse du chômage officiellement enregistré.

- 15 G.Becker, (1964); Human Capital: a theoretical and empirical analysis with special reference to education, Columbia University Press.
- ¹⁶ 78,7% en moyenne au cours des dix premiers mois de 2005.
- 17 Les principaux secteurs qui embauchent de tels travailleurs sont ceux de l'industrie, de la construction et de l'HORECA.
- ¹⁸ Le ratio de remplacement global correspond à la moyenne de toutes les prestations que reçoit une personne au chômage rapportée au salaire moyen. Au Luxembourg, un chômeur perçoit environ 80% de son dernier salaire durant généralement 12 mois en moyenne puis, à terme, il perçoit le RMG.
- ¹⁹ OCDE, <u>Prestations et salaires</u>, Paris, 2005.
- ²⁰ Katz, L., Meyer, B. (1990), The Impact of potential Duration of Unemployment Benefits of the Duration of Unemployment; Journal of Publics Economics, 41(1), pp.45-72.
- ²¹ Van Den Berg, G. et Van Ours, J. (1994), <u>Unemployment Dynamics and Duration Dependance in France, the Netherlands and the UK</u>, Economic Journal, 104, pp.432-443.

A l'avenir, l'ADEM devra offrir à tout jeune inscrit comme demandeur d'emploi une mesure active en faveur de l'emploi; et ceci au plus tard après six mois d'inscription. L'utilité de cette mesure dépendra surtout du nombre d'entreprises privées qui se sentiront incitées à contribuer à l'offre de telles mesures. Dans le passé, si les personnes bénéficiant d'une telle mesure auprès de l'Administration publique (par exemple un CAT PU - Contrat d'Auxiliaire Temporaire du secteur public) ont été plus nombreuses que celles ayant eu l'opportunité de recevoir une initiation pratique (et parfois aussi théorique) dans le secteur privé (CAT PR ou bien Stage d'insertion en entreprise (SIE)), ces dernières ont cependant mieux réussi à trouver un emploi régulier après la fin de la mesure. Le succès de cette mesure sera donc fonction de la réussite de maximiser le pourcentage de mesures menées au sein du secteur privé au lieu d'occuper les jeunes chômeurs dans des mesures créées par le secteur public mais qui n'améliorent visiblement pas concrètement l'"employabilité" des personnes concernées.

Il est de plus prévu d'intégrer davantage de personnes "trop fragilisées pour intégrer le premier marché de l'emploi" dans des initiatives en faveur de l'emploi à caractère définitif. Cette mesure aura certes tendance à faire baisser le taux de chômage officiel, mais cette baisse engendrera aussi des coûts pour la création de postes de travail de nature encore inconnue à ce stade.

Il a également été retenu qu'à l'avenir, les personnes introduisant une demande en obtention du "revenu pour personnes gravement handicapées" n'auront plus besoin de s'inscrire comme demandeurs d'emploi à l'ADEM". Ce revenu a été introduit en 2004, pour les personnes ayant le statut de "travailleur handicapé" ne trouvant pas d'emploi sous condition de s'inscrire à l'ADEM comme demandeur d'emploi, ce qui a contribué à l'augmentation du chômage recensé. L'abolition de cette nécessité de s'inscrire afin d'obtenir ce revenu aura l'effet inverse, à savoir une baisse du taux de chômage recensé sans amélioration de la situation sur le terrain.

En présence de bon nombre de décisions visant à abaisser le taux de chômage officiel - bien qu'elles ne soient pas nécessairement aptes à améliorer ni même à changer la réalité économique - il sera nécessaire d'avoir des informations précises sur le nombre de personnes concernées par chacune de ces mesures. Dans le cas contraire, on risquerait de se croire en présence d'une détente de la situation qui pourrait cependant en grande partie être due à des mesures n'améliorant pas vraiment la situation d'emploi des personnes concernées.

Afin d'apprécier le succès de ces mesures la transparence sera requise afin d'évaluer dans quelle proportion l'amélioration éventuelle sur le front du chômage est la résultante de phénomènes purement statistiques ou est le reflet d'une réelle amélioration.

Bien-fondé de la mise en place de la politique de maintien de l'emploi

La pierre angulaire de la politique de maintien de l'emploi repose sur un véritable arsenal de mesures visant à éviter l'inscription au chômage de salariés sous le coup d'une procédure de licenciements collectifs. Cette "gestion anticipative des restructurations" devrait se traduire concrètement soit par un reclassement dans une autre entreprise, soit par une formation des salariés menacés par une procédure de licenciement collectif avant même leur inscription auprès de l'ADEM. Ce plan de maintien de l'emploi repose sur la concertation des partenaires sociaux en vue de trouver des solutions "alternatives aux licenciements". Dans le cas particulier d'une entreprise de distribution dont les salariés sont touchés par une telle procédure de licenciement, cette politique de maintien de l'emploi devrait se traduire concrètement par le reclassement des salariés auprès d'autres entreprises pour une période d'essai de deux semaines²². Les résultats d'une telle politique de "sécurisation de l'emploi" va donc reposer sur la capacité des partenaires sociaux à reclasser de manière optimale les salariés en sursis afin que ces derniers réussissent à se faire ré-embaucher suite à leur période d'essai. Dès lors, le bilan de cette politique ne pourra être effectué objectivement qu'à moyen terme par la comptabilisation du nombre d'emplois sauvegardés par le biais de ces reclassements.

De plus, une participation plus élevée des entreprises aux charges liées au paiement de l'indemnité de préretraite est prévue. Si jusqu'ici la préretraite a été pour les entreprises un moyen aisé de se séparer d'employés plus âgés gagnant des salaires assez élevés - tout en embauchant souvent en même temps des employés plus jeunes et moins chers - , cette mesure pourrait contribuer à endiguer cette pratique et à augmenter le taux d'activité des personnes plus âgées, taux qui est assez faible aujourd'hui au Luxembourg en comparaison internationale.

Les mesures sur lesquelles le Comité de Coordination Tripartite s'est mis d'accord visent à améliorer la situation sur le marché de l'emploi et du chômage. Si la finalité de ces mesures peut être reconnue, leur succès sur le terrain sera tributaire des plans d'action concrets de leur mise en application.

²² Les entreprises ne devraient pas avoir de coûts d'embauche à supporter lors de cette période d'essai de deux semaines.

1.2.5.2 <u>Le chômage</u>

La reprise de la conjoncture qui se consolide depuis 2004 n'a pas, pour l'heure, porté ses fruits sur le front du chômage. Le taux de chômage au sens "strict" 23 est passé de 3,9% en 2004 (ou 7 983 personnes) à 4,2% en 2005 (soit 8 948 personnes). Au regard de cette évolution, le nombre de chômeurs a continué d'augmenter quasiment au même rythme annuel en 2005 qu'en 2004 (de 10,0% après 12,0% en 2004). Les données disponibles pour les quatres premiers mois de 2006 témoignent d'une poursuite de la tendance haussière du chômage bien plus marquée encore que l'année précédente à la même période (de 8,3% contre seulement 6,8% au cours des guatres premiers mois de 2005). A noter que la baisse du taux de chômage observée en avril 2006 est allée de pair avec une diminution du taux de chômage désaisonalisé. Cette évolution ne permet pourtant pas de conclure à un retournement de la tendance observée jusqu'à mars 2006. En effet, les récentes annonces de licenciements collectifs dans un certain nombre d'entreprises au Luxembourg devraient se faire ressentir progressivement au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année 2006, ce qui pourrait encore retarder, voire contrecarrer une embellie sur ce front.

En 2005 comme en 2004, les hommes ont représenté en movenne plus de la moitié des personnes au chômage (55.3% après 54,4% en 2004)²⁴. La ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âge révèle que près d'un quart d'entre eux sont âgés de 31 à 40 ans, ce qui constitue le contingent le plus important. En 2005, presque une personne sans emploi sur trois au Luxembourg était un chômeur "de longue durée" (c'est-à-dire inscrit à l'ADEM depuis plus de douze mois), contre seulement un chômeur sur quatre l'année précédente à la même période. En outre, la part des chômeurs "de longue durée" au sein de la population au chômage est la seule catégorie ayant enregistré une hausse annuelle positive (15,5% en 2005), toutes les autres ayant affiché une baisse. L'augmentation du nombre de chômeurs en général et des chômeurs "de longue durée" en particulier détonne donc par rapport à une progression d'emplois et du nombre d'offres d'emplois non satisfaites qui s'est significativement accélérée au courant de l'année 2005.

Le taux de chômage au sens "large"²⁵, qui comprend les personnes qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi, a atteint 6,1% en moyenne en 2005 après 5,4% en 2004, (soit 12 889 personnes en 2005, contre 11 180 en 2004). 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 3 739 en 2004 à 3 941 en 2005, soit une augmentation annuelle de 5,4%.

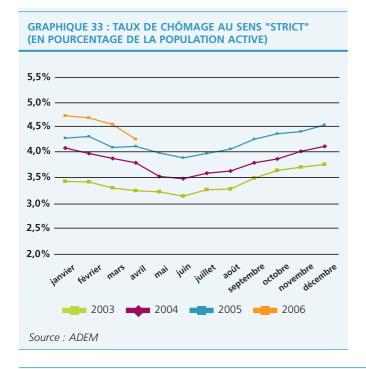
Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS), a poursuivi tout au long de l'année 2005 sa trajectoire ascendante en phase avec la reprise entamée depuis le second trimestre 2004 (de l'ordre de 21,0% en glissement annuel après 22,1% en 2004). De fait, 1 210 emplois ont été proposés en moyenne chaque mois en 2005 (après 1041 postes offerts par mois en 2004). 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 (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). Grâce à l'augmentation du nombre d'OENS tout au long de l'année, l'appariement entre l'offre et la demande de force de travail s'est amélioré (en moyenne un poste a été offert à 8 candidats potentiels inscrits à l'ADEM contre un poste offert à 9 chômeurs l'année précédente). L'analyse sectorielle de ce ratio a permis de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation est demeurée la plus substantielle en 2005 : "Travailleurs des transports" (un emploi offert pour 28 chômeurs potentiellement intéressés), "Vendeurs" (1/25) et "Autres services" (1/17). 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 2005 sont ceux des "Employés de bureau" (une proposition d'emploi pour 3 demandes potentielles), des "Professions libérales, techniciens et assimilés" (1/4) et des "Directeurs et cadres administratifs supérieurs" (1/6).

A noter que la méthodologie officielle de comptabilisation des chômeurs au Luxembourg a été modifiée en janvier 2006. De fait, les personnes inscrites actuellement à l'ADEM en tant que chômeurs au sens "strict" bénéficiaires d'une affectation temporaire indemnisée (ATI) ne sont plus comptabilisées comme chômeurs au sens "strict" mais sont désormais inscrites dans le taux de chômage au sens "large". Cette re-classification a été réalisée de manière rétrospective jusqu'en janvier 2000, ce qui a mécaniquement conduit à un effet de niveau baissier sur le taux de chômage "strict" tout au long de la période couverte par ce réajustement méthodologique. En outre, soulignons que le taux de chômage au sens "large" a été affecté par la soustraction des non-résidents inscrits au titre

de "travailleurs à capacité de travail réduite" qui ont été pris en charge par l'ADEM depuis la fin de 2002 en vertu de loi du 25 juillet 2002 concernant l'incapacité de travail et la réinsertion professionnelle.

La ventilation des chômeurs selon les différentes structures n'étant pas disponible avant janvier 2006, cette analyse repose sur la ventilation fournie par l'ancienne version du taux de chômage au sens "strict" (cf. définition avant retrait des personnes bénéficiaires d'une affectation temporaire indemnisée (ATI)).

²⁵ Ce taux de chômage correspond à la nouvelle définition en vigueur depuis le premier janvier 2006.



Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS²⁶, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,5% au cours de l'année 2005, en accélération par rapport à l'année précédente (3,1%). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que la contribution plus substantielle de l'indexation automatique des salaires (2,5 pp après 2,1 pp en 2004) est à l'origine de cette escalade, la contribution des "autres composantes" étant demeurée inchangée à hauteur de 1,0 pp.

Les principaux faits, susceptibles de modérer l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux au cours de l'année 2006, résultent d'une part de la modification du mécanisme d'indexation par le gouvernement, qui consiste à reporter discrétionnairement à décembre 2006 l'application de la tranche indiciaire qui aurait dû échoir au cours du troisième trimestre 2006 et, d'autre part, de la politique de modération salariale annoncée par le gouvernement dans le secteur public qui pourrait de surcroît déteindre sur d'autres secteurs de l'économie.

TABLEAU 20 : 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 croiss	ance en points de pourcentage	Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
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
2005	2,5	1,0	3,5
rimestres			
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
2005T1	2,5	0,6	3,1
2005T2	2,5	1,0	3,5
2005T3	2,5	1,3	3,8
2005T4	2,5	1,2	3,7

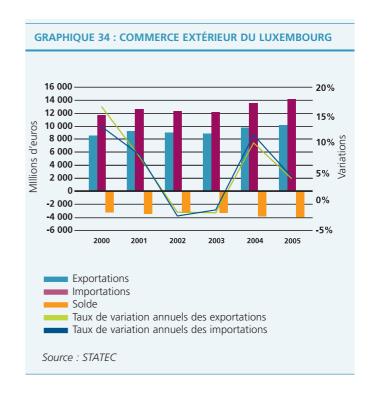
²⁶ IGSS: Inspection Générale de la Sécurité Sociale.

1.2.6 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2005, le commerce extérieur du Luxembourg a poursuivi son redressement entamé en 2004, après deux années (2002-2003) de baisse consécutive. Soutenues par la vigueur de la demande internationale (hors zone euro), les exportations de biens ont dépassé la barre des 10 milliards d'euros en 2005, soit une croissance de 4,5% par rapport à l'année 2004. Les importations de biens ont suivi la même tendance haussière en totalisant environ 14 milliards sur toute l'année 2005, soit une progression (4,6%) légèrement supérieure à celle des exportations. Le déficit commercial du Luxembourg a de ce fait augmenté de 4,9% en 2005 pour approcher la barre des 4 milliards d'euros. Les dernières données disponibles montrent une aggravation de 7% du déficit commercial à 992 millions d'euros au premier trimestre de l'année 2006 et ce malgré une croissance relativement forte (8,9%) des exportations de biens comparée à celle des importations (8,4%).

Si les exportations ont dans l'ensemble enregistré une performance relativement bonne, les livraisons de produits sidérurgiques, qui représentent habituellement un tiers des exportations du Luxembourg, ont accusé un recul de 3,1% en 2005 suite à la faiblesse de la demande dans certains pays de la zone euro. La faiblesse des ventes du secteur sidérurgique a néanmoins été plus que compensée par la bonne tenue des exportations de toutes les autres catégories de biens. Parmi ces dernières, les "machines et équipements" et les "autres articles manufacturés classés d'après la matière première" ont apporté les contributions les plus significatives. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les livraisons à destination de la zone euro ont accusé un léger recul de 0,5% à 7,5 milliards d'euros (soit 74% de toutes les exportations de 2005). Cette stagnation s'explique surtout par la réduction des ventes vers la France (-9,8%) et vers la Belgique (-0,3%) qui représentent ensemble près d'un tiers des exportations luxembourgeoises. En revanche, soutenues par une conjoncture économique très favorable, les exportations vers les principaux marchés hors zone euro se sont bien portées. Les augmentations significatives ont concerné les exportations à destination des Etats-Unis (+30%), du Japon (+8%) et des pays émergents d'Asie (+40,5%).

La progression de 4,6% enregistrée par les importations de biens au cours de l'année 2005 s'explique essentiellement par les approvisionnements en produits pétroliers (+32,9%), les acquisitions de "machines et équipements" (+7,9%) et de "matériel de transport" (+7,8%). Les catégories de biens dont les importations ont reculé en 2005 ont touché essentiellement les consommations intermédiaires de l'industrie en général et du secteur sidérurgique en particulier. Par ailleurs, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont augmenté, à l'exception de celles venant de France et du Japon qui ont baissé respectivement de 10% et de 20,7%. Les importations en provenance de la zone euro, qui ont représenté 86% de toutes les importations en 2005, ont progressé à un rythme relativement modéré (+2,9%). Les hausses les plus significatives ont affecté les importations en provenance des pays d'Europe de l'Est (34,6%), des Etats-Unis (+6,4%), et des pays émergents d'Asie (+5,1%).



1.2.7 La balance des paiements

1.2.7.1 Compte courant

En 2005, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,85 milliards d'euros, ce qui représente 9,7% du PIB de la même année. Ce résultat est quasiment identique à celui dégagé au cours de l'année précédente. La stabilité du surplus courant masque néanmoins des évolutions divergentes au niveau de différentes composantes de la balance courante qui se sont largement compensées. En effet, la nette amélioration de l'excédent des services, qui a atteint 12,4 milliards d'euros en 2005 (contre 10 milliards en 2004), contraste fortement avec la détérioration sensible des déficits des marchandises et des revenus. Ces deux déficits ont totalisé ensemble 8,4 milliards d'euros en 2005 contre 6 milliards en 2004, soit une aggravation de 38%. Le solde négatif des transferts courants est quant à lui demeuré stable à environ 1 milliard d'euros.

L'amélioration substantielle (+23,5%) de l'excédent des services s'explique en grande partie par la performance des services financiers dont le surplus a augmenté d'environ 30% à 9,4 milliards d'euros sur l'année 2005 contre 7,2 milliards en 2004. Cette évolution très favorable est essentiellement due à l'embellie du secteur des organismes de placement collectif (OPC) dont la gestion génère d'importantes commissions aux dépositaires résidents. Parmi les autres services, la hausse de 25% enregistrée par les activités de transport s'explique surtout par la bonne tenue du fret aérien et par la hausse des prix de ces services à la suite du renchérissement du pétrole. En revanche, le solde de la rubrique "voyages" a nettement reculé, en dépit de nombreuses arrivées dans le contexte de la "présidence luxembourgeoise", partiellement sous l'effet de la réduction des ventes de cigarettes aux particuliers non-résidents.

La balance des marchandises s'est soldée par un déficit de 3,4 milliards d'euros sur toute l'année 2005, en hausse de 22% par rapport à l'année précédente. La forte hausse (+28%) des ventes de gasoil routier aux transporteurs professionnels non-résidents n'a pas suffi à compenser le traditionnel déficit des "marchandises générales" auquel se sont ajoutées les acquisitions nettes d'or non-monétaire.

Le déficit de la balance des revenus s'est élevé globalement à 5 milliards d'euros en 2005 contre 3,3 milliards en 2004. Cette importante aggravation (51%) reflète en grande partie le déficit des rémunérations versées aux travailleurs frontaliers qui a poursuivi sa hausse en totalisant 4,3 milliards d'euros en 2005 contre 3,8 milliards en 2004.

La croissance régulière du nombre des frontaliers travaillant au Luxembourg ainsi que la hausse des salaires moyens sont à la base de cette évolution. A cela s'ajoute la détérioration du revenu des investissements qui s'est soldé par un déficit de 749 millions d'euros en 2005 comparé à un surplus de 514 millions l'année précédente. Cette dernière évolution s'explique premièrement par les versements de dividendes à l'étranger effectués par certaines grandes entreprises résidentes. Deuxièmement, alors que le secteur bancaire a maintenu sa marge sur intérêts au même niveau qu'en 2004, l'augmentation en 2005 des autres engagements (hors parts émises) des OPC non monétaires vis-à-vis de l'étranger a occasionné une hausse des intérêts payés et par delà une réduction du solde du revenu des autres investissements.

1.2.7.2 <u>Compte financier</u>

Au cours de l'année 2005, les flux du compte financier se sont soldés par une exportation nette de capitaux de 2,9 milliards d'euros, soit un montant quasi identique à celui enregistré en 2004. Toutefois, au niveau des différentes composantes du compte financier, on note d'importantes différences d'ampleur des flux recensés entre 2005 et 2004. Du côté des engagements de portefeuille tout comme pour la zone euro, les souscriptions aux titres luxembourgeois par des non-résidents ont fortement augmenté en 2005, totalisant 254 milliards d'euros contre 111 milliards l'année précédente. Toutefois pour le Luxembourg, ces importantes entrées sont dominées essentiellement par l'investissement net des non-résidents dans les parts d'OPC de droit luxembourgeois. Par ailleurs, même si leur part est restée négligeable, les entrées liées aux émissions d'obligations ont presque doublé de volume en 2005 (31 milliards d'euros) par rapport à l'année 2004 (16 milliards). Une grande partie de toutes ces entrées a été réinvestie à l'étranger, comme le montrent les flux recensés du côté des avoirs de portefeuille. A la faveur de la reprise des marchés boursiers internationaux, les résidents luxembourgeois ont ainsi acquis des titres étrangers pour un montant total de 211,7 milliards d'euros en 2005 (contre 69,7 milliards en 2004,) dont près de la moitié sous forme de placements en titres de créance. Pour ces derniers, le Luxembourg a enregistré des sorties nettes, exactement comme pour la zone euro dans son ensemble, en raison des taux de rendements relativement élevés hors zone euro. Au total, le solde des flux d'investissements de portefeuille du Luxembourg s'est élevé à 42 milliards d'euros en 2005, soit presque le même niveau qu'en 2004, bien que les flux bruts aient fortement divergé (par leur ampleur) entre les deux périodes.

Les flux d'investissements directs ont poursuivi en 2005 leur tendance baissière observée depuis le pic de 2002. Les transactions réalisées par des sociétés luxembourgeoises à l'étranger ont en effet baissé de 36% pour atteindre 42 milliards d'euros sur toute l'année 2005. De même, les entreprises étrangères ont réduit de 43% leurs investissements directs au Luxembourg, qui ont totalisé 35 milliards d'euros en 2005 contre 62 milliards l'année précédente. Cette tendance baissière, observée tant pour les flux sortants que pour les flux entrants, contraste fort en 2005²⁷ avec la zone euro en particulier et en général avec l'environnement international caractérisé par une envolée des fusions et acquisitions transfrontalières. Toutefois, il convient de noter que les flux d'investissement direct du Luxembourg concernent, à plus de 80%, des prises de participation impliquant des sociétés holdings résidentes.

Ces opérations ayant souvent une nature purement financière et/ou fiscale, leur tendance baissière ne traduit pas forcément une évolution défavorable au niveau de l'attractivité ou de la conjoncture économique du Luxembourg.

Pour toute l'année 2005, les flux d'autres investissements ont enregistré des sorties nettes d'environ 36 milliards d'euros, compensant largement les entrées nettes d'investissements de portefeuille. Les sorties nettes d'autres investissements ont impliqué les "autorités monétaires" (transactions intra-Eurosystème liées à la politique monétaire) à concurrence de 4 milliards d'euros ainsi que les "autres secteurs" qui ont largement augmenté (35,7 milliards) leurs créances nettes envers les non-résidents. Comme dans l'ensemble de la zone euro, les institutions financières monétaires (hors BCL) résidant au Luxembourg ont en revanche enregistré des entrées nettes de 3,7 milliards, dues à une hausse des dépôts des non-résidents.

TABLEAU 21 : BALANC	E DES PAIEMEN	TS DU LUXEMBOU	RG¹	
Unité : Million EUR		2004		2005
	Crédit	Débit	Solde	Crédit Débit Solde
COMPTE COURANT	90 803	87 952	2 851	104 537 101 682 2 855
Marchandises	10 990	13 763	-2 772	11 586 14 977 -3 391
Services	26 691	16 689	10 002	32 339 19 987 12 352
Revenus	49 555	52 884	-3 329	56 755 61 792 -5 038
Transferts courants	3 567	4 618	-1 051	3 857 4 926 -1 069
COMPTE DE CAPITAL	26	218	-191	27 159 -132
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs Engagements Net
COMPTE FINANCIER ²			-2 836	-2 951
INVESTIGATION DIDECTA	CE 7C0	62.406	2 502	42.425 25.404 6.054

	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²			-2 836			-2 951
INVESTISSEMENTS DIRECTS ³	-65 769	62 186	-3 583	-42 135	35 184	-6 951
Opérations en capital et						
bénéfices réinvestis	-57 856	54 143	-3 713	-34 926	27 848	-7 077
Autres opérations, Prêts intragroupes	-7 913	8 043	130	-7 210	7 336	127
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-69 713	111 213	41 500	-211 684	254 025	42 340
Titres de participation	-36 454	97 076	60 623	-100 190	221 248	121 058
Titres de créance	-33 259	14 136	-19 123	-111 494	32 777	-78 718
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			-2 542			-2 261
AUTRES INVESTISSEMENTS	-92 971	54 766	-38 205	-173 370	137 252	-36 118
AVOIRS DE RÉSERVE			-5			39
Erreurs et omissions			176			228

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

Sources : BCL. STATEC

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

²⁷ Cette tendance baissière pour l'année 2005 mérite toutefois d'être relativisée en raison du caractère très provisoire des données de cette période. Un grand nombre de transactions en nature, publiées au Mémorial C, ne sont à ce stade pas encore intégrées dans les chiffres.

1.2.8 La croissance économique et les projections macro-économiques

1.2.8.1 <u>Croissance économique</u>

La première estimation de la comptabilité nationale pour l'année 2005 dresse l'image d'une stabilisation de la croissance en moyenne annuelle (4,0% après 4,2% en 2004).

L'évolution a été particulièrement favorable dans le domaine des exportations de services (+12%), due en bonne partie à la forte demande étrangère adressée au secteur financier, dont la croissance de la valeur ajoutée a été de 15% en 2005 par rapport à 11% en 2004. Ainsi, bien que les exportations de biens aient connu une année nettement moins dynamique (+0,7%), la contribution des exportations (biens et services confondus) à la croissance réelle du PIB a été très forte et dépasse les 13 points de pourcentage.





Par contre, les investissements publics évoluent au même rythme - relativement élevé (autour de 7% en termes réels) - que la formation brute de capital (FBC) au niveau de l'économie entière. Il faut admettre que la formation brute de capital fixe par les entreprises a été assez faible, de sorte que la contribution à la croissance de la FBC (1,5 p.p.) est due pour deux tiers aux variations des stocks. Les investissements en immeubles non-résidentiels ont été plutôt faibles, tandis que le haut niveau de l'investissement résidentiel par les ménages contraste avec leurs dépenses de consommation peu dynamiques.

Au total, la demande interne a contribué pour 2,8 p.p. à la croissance.

Les exportations ainsi que la demande interne ont entraîné la forte progression des importations (surtout de services), qui, vu leur poids important (127% du PIB²⁸) correspondaient à une contribution négative importante à la croissance de l'ordre de -12 p.p.

Du côté de la demande interne, les chiffres pour la consommation privée témoignent d'un comportement de dépense assez prudent des ménages résidents (+1,8%), ceci malgré une bonne conjoncture générale du côté de l'emploi total (+2,9%) comme de l'emploi national (+1,6%). Face à un chômage en augmentation, à une croissance économique toujours loin des taux records de la fin de la dernière décennie, ainsi qu'à la détérioration du solde des administrations publiques et aux discussions traitant de la compétitivité de l'économie nationale, les consommateurs semblent avoir jugé approprié un comportement marqué par un certain attentisme. La consommation finale des administrations publiques a pour sa part encore décéléré en 2005 (+2,5% après 3,0% et 4,5% respectivement en 2004 et 2003).

²⁸ Les exportations de biens et services quant à eux correspondent à quelques 149% du PIB.

TABLEAU 22 : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS MACRO-ÉCONOMIQUES (TAUX DE VARIATION ANNUEL - À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)

	Taux de variation annuels¹				Contributions à la croissance réelle du PIB								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005		2000	2001	2002	2003	2004	2005
Consommation privée	5,0	3,4	6,0	2,4	2,5	2,3		2,1	1,4	2,5	1,0	1,1	1,0
Consommation publique	4,7	6,1	4,5	4,5	3,0	2,5		0,7	0,9	0,7	0,7	0,5	0,4
Formation brute de capital	3,4	5,5	-6,0	5,1	0,5	7,1		0,8	1,3	-1,5	1,1	0,1	1,5
Demande intérieure	4,5	4,5	2,1	3,6	2,1	3,7		3,6	3,6	1,8	2,8	1,6	2,8
Importations	10,5	6,0	1,8	4,9	9,8	9,4		-12,1	-7,8	-2,3	-6,0	-11,1	-12,0
Exportations	12,6	4,5	2,8	3,7	10,2	8,9		16,9	6,7	4,2	5,2	13,7	13,2
Exportations nettes	27,4	-5,1	10,2	-4,4	12,9	5,0		4,8	-1,1	1,9	-0,8	2,6	1,2
Produit intérieur brut	8,4	2,5	3,6	2,0	4,2	4,0							
Déflateur du PIB	2,0	0,1	2,7	4,8	1,0	4,2							
Emploi salarié	5,9	5,9	3,0	1,9	2,4	2,9							
Emploi total	5,6	5,5	2,9	1,8	2,3	2,9							
Coût salarial moyen total	5,3	3,5	3,9	1,8	4,6	4,2							
Productivité du travail	2,7	-2,9	0,7	0,2	1,9	1,1							
Coût unitaire du travail	2,5	6,5	3,2	1,6	2,7	3,1							
Marge de profit	-0,5	-6,4	-0,5	3,1	-1,7	1,1							

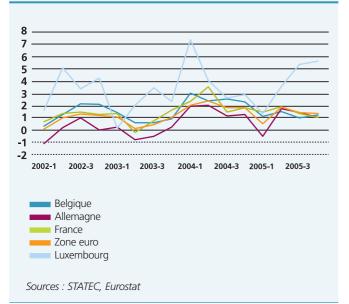
¹ Etant donné que pour l'année 2004, les chiffres annuels de la comptabilité nationale diffèrent pour certains agrégats de ceux de la comptabilité nationale à fréquence trimestrielle et puisque pour l'année 2005 des chiffres à fréquence annuelle ne sont pas encore disponibles, nous avons choisi de présenter, ainsi que pour 2004, les taux de croissance basés sur les chiffres trimestriels.

Source : STATEC

Si en moyenne annuelle, les années 2004 et 2005 semblent avoir été marquées par une croissance presque égale, les comptes trimestriels montrent néanmoins que l'évolution intra-annuelle de l'activité économique a été fort variable et divergente pour les deux années. Tandis que l'année 2004 avait connu une forte croissance dans le premier trimestre, l'activité a décéléré au cours de l'année (voir graphique). L'année 2005 affiche un profil opposé : l'activité n'a cessé de s'accélérer pour atteindre, au dernier trimestre, un taux de croissance de 5,7%.

En comparaison internationale, le Luxembourg se positionne assez favorablement, à l'exception peut-être du premier trimestre 2005, mais il convient de garder à l'esprit que dans une économie très petite et très ouverte, la croissance a tendance à être plus volatile, entre autres suite à l'influence que peuvent avoir sur le résultat global des événements isolés n'affectant peut-être qu'une seule entreprise de grande taille. De plus, les comptes trimestriels ne sont élaborés pour le Luxembourg que depuis peu de temps, ce qui rend nécessaire une certaine prudence dans l'interprétation de ces chiffres, qui sont aussi sujets à des révisions.





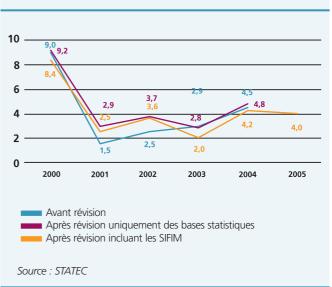
Dans le même contexte, il est utile de rappeler la grande révision en 2005 de la comptabilité nationale couvrant la période à partir de 1995, suite à la fois à une révision des bases statistiques et à une révision méthodologique du traitement des services financiers.

Les services financiers touchés par cette révision de la méthodologie sont les SIFIM (Services d'intermédiation financière indirectement mesurés). Il s'agit en fait du revenu généré par la marge d'intérêts et qui correspond à la différence entre les taux accordés sur des dépôts bancaires et les taux perçus sur les prêts accordés. Ce revenu constitue une production du secteur bancaire, mais comporte la spécificité qu'il ne résulte pas d'une facturation directe, et qu'il n'est donc pas aisé d'estimer. Dans le passé, cette production était entièrement traitée comme servant à une consommation intermédiaire et, par conséquent, elle était neutre pour le niveau comme pour la croissance du PIB.

Suite à la révision, cette production est désormais répartie selon son utilisation effective : soit comme consommation intermédiaire (si le client est une entreprise résidente), soit comme consommation finale (lorsque le client est un ménage résidant) ou bien comme exportation (lorsque le client est une unité non-résidente). Les deux dernières utilisations influent sur le PIB.

Il est intéressant de constater que le profil de croissance de l'économie nationale après ces révisions ne correspond pas à celui d'avant : suite aux révisions, il s'avère que le creux de la conjoncture a eu lieu en 2003 et non pas en 2001 tel que les données l'avaient initialement laissées croire. Ce résultat n'est pas dû au traitement modifié des SIFIM, comme le montre le graphique, mais est causé par la révision des bases statistiques. Ainsi la perception, basée sur les chiffres initialement publiés, que l'économie nationale commençait à regagner de la vitesse dès 2002 semble erronée, étant donné l'existence d'un nouveau "creux" en 2003.

GRAPHIQUE 37 : CROISSANCE RÉELLE DU PIB AVANT ET APRÈS LA RÉVISION



Endettement des ménages au Luxembourg

Introduction

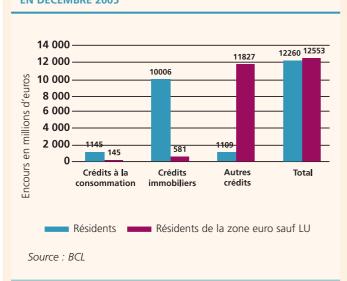
Depuis quelque temps, en réponse notamment à la flambée des prix de l'immobilier, les établissements de crédits de la place financière proposent des financements avec des échéances initiales dépassant de cinq, voire même de 10 ans, l'échéance "traditionnelle" de 20 ans. De plus, souvent les deux membres d'un jeune couple marié doivent poursuivre une occupation salariée afin de faire face aux échéances mensuelles de leurs crédits bancaires.

Doit-on voir dans cette évolution les signes d'un endettement croissant, voire excessif des ménages au Grand-Duché? C'est ce que cet encadré propose de discuter, à travers un aperçu macroéconomique de l'endettement des ménages luxembourgeois.

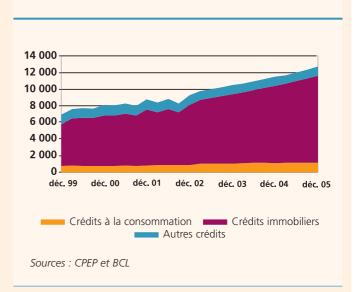
Le marché du crédit au Luxembourg

Bien que l'activité de crédit de la place financière du Luxembourg ait cédé son rôle prépondérant à l'activité de banque dépositaire d'organismes de placements collectifs, pour l'essentiel des activités de hors bilan, son importance est aujourd'hui toujours significative. Sur une somme de bilan des établissements de crédit résidents de 792 420 millions d'euros fin 2005, les encours des créances à l'actif s'élevaient à 552 530 millions d'euros, dont 397 266 millions d'euros de créances interbancaires. Les crédits accordés au secteur des ménages²⁹ de la zone euro s'élevaient fin 2005 à 24 813 millions d'euros et ne représentaient donc qu'une part marginale de cette activité.

GRAPHIQUE 38 : CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT RÉSIDENTS AUX MÉNAGES EN DÉCEMBRE 2005



GRAPHIQUE 39 : ÉVOLUTION DE LA DETTE DU SECTEUR DES MÉNAGES RÉSIDENTS



Si le marché du crédit avec les ménages de la zone euro est réparti à parts pratiquement égales entre la clientèle résidente (12 260 millions d'euros) et la clientèle des autres Etats membres de la zone euro (12 553 millions d'euros), il en va tout autrement de la ventilation par type de crédit. En effet, parmi les crédits accordés aux ménages, il faut distinguer trois grandes catégories, à savoir les crédits immobiliers, les crédits à la consommation ainsi que les autres crédits. Tandis que les ménages résidents ont essentiellement recours au crédit pour investir dans la construction et la rénovation d'immeubles, les ménages des autres Etats membres de la zone euro empruntent auprès des banques luxembourgeoises généralement pour réaliser des investissements financiers. Ces crédits entrent alors dans la catégorie des "Autres crédits".

Durant la période allant de décembre 1999 à décembre 2005, la dette des ménages résidents est passée de 6 919 à 12 673 millions d'euros, ce qui équivaut à une croissance de 83%. Cette évolution se traduit par un accroissement de 46% des crédits à la consommation, de 109% des crédits immobiliers³0 et d'un recul des autres crédits de 3%. Au cours du premier trimestre de l'année 2006, la progression de l'endettement des ménages au Luxembourg s'est poursuivie pour atteindre un volume de 12 985 millions d'euros.

²⁹ Le secteur des ménages comprend également les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), dont le poids est supposé marginal.

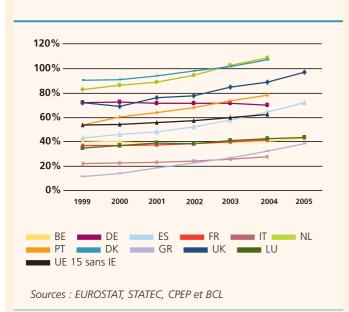
³⁰ Ce montant tient compte des crédits immobiliers consentis par la Caisse de pension des employés privés (CPEP).

De nombreux facteurs ont contribué à cet accroissement de la dette, notamment l'évolution démographique³¹, la montée des prix immobiliers ou du revenu disponible des ménages. Il est évident que le niveau relativement bas du taux directeur de l'Eurosystème avec un seuil de 2% pendant la période de juin 2003 à décembre 2005 constitue un autre élément explicatif à cette évolution, sachant que pour les catégories des crédits immobiliers et autres crédits, les contrats à taux variables sont de loin prépondérants. Le recul des encours des autres crédits pourrait refléter l'enthousiasme des ménages pour les investissements boursiers en 1999 et 2000 et leur réticence suite au déclin subséquent de ces valeurs.

Endettement des ménages résidents par rapport au Produit intérieur brut

La tendance des ménages à s'endetter, notamment pour financer leur logement, se trouve accentuée lorsque l'environnement économique est favorable. Ce dernier est souvent appréhendé par des indicateurs comme le Produit intérieur brut (PIB) ou le taux de chômage. Le Luxembourg a connu et connaît encore une croissance du PIB parmi les plus élevés en Europe ainsi qu'un taux de chômage encore relativement bas. Cela est donc de nature à favoriser un niveau élevé de l'endettement des ménages.





Le rapport de la dette des ménages luxembourgeois au PIB a progressé de 8,4 points de pourcentage pendant la période allant de fin 1999 à 2005 pour se situer à 43,2%. Le graphique ci-contre confirme une tendance ascendante de l'endettement des ménages en Europe, à l'exception de l'Allemagne qui connaît une tendance légèrement descendante. En se basant sur le Revenu national brut (RNB) du Luxembourg, qui corrige le PIB pour la part de la rémunération des salariés payée aux frontaliers, le rapport de la dette des ménages au RNB a progressé de plus de 10 points de pourcentage pour atteindre un niveau de 52,2%. A titre d'information, on peut préciser que le PIB du Luxembourg est passé de 19,9 à 29,3 milliards d'euros pendant la période considérée, tandis que le RNB a progressé de 17,9 à 23,3 milliards d'euros.

En terme de PIB par habitant, le Luxembourg est souvent considéré parmi les pays les plus riches du monde. Dans le cas du Grand-Duché, cet indicateur est toutefois soumis à un biais dont l'incidence analytique est relativement forte ; il concerne la prise en compte des travailleurs non-résidents (frontaliers) qui contribuent par leur activité professionnelle à la création de richesse, mais dont l'effectif n'entre pas dans le calcul du PIB par habitant³².

Endettement des ménages résidents par rapport au revenu disponible

Outre le PIB par habitant, le revenu disponible des ménages est un autre indicateur qui permet d'évaluer si leur niveau d'endettement est soutenable. Cependant, cet indicateur n'est pas disponible dans les chiffres des comptes nationaux luxembourgeois. Une approximation du revenu disponible des ménages peut être construite en sommant la rémunération des salariés et les transferts sociaux aux ménages et en retranchant les cotisations sociales et les impôts sur les revenus des personnes physiques³³. Cette opération ne produit qu'un indicateur partiel du revenu disponible des ménages résidents parce qu'elle néglige les revenus du travail des indépendants et les revenus du capital³⁴. Par conséquent, cet indicateur du revenu disponible des ménages est vraisemblablement biaisé vers le bas.

³¹ L'évolution démographique du Grand-Duché fut marquée entre 1994 et 2004 par un accroissement de 50 700 habitants, correspondant à une augmentation de 4 610 personnes par an. De 1999 à 2004, l'augmentation a été de 22 400 personnes pour atteindre un niveau de 451 600 habitants. Ce mouvement s'explique par un solde naturel et surtout un solde migratoire positifs pendant toute la période considérée.

Dans le bulletin de la BCL 2005/2, p.34, un encadré a été dédié à l'analyse du PIB par tête et d'autres indicateurs de niveau de vie. Pour 2004, le PIB par habitant (56 800 euros), un PIB p.h. ajusté pour l'impact des frontaliers (36 600 euros) et un PIB p.h., en standard de pouvoir d'achat (pouvoir d'achat de la monnaie du pays en question - pour un euro), ajusté (32 100 euros) parmi d'autres ont été calculés et comparés au niveau de la zone euro. Pour nos besoins ici, l'échelle du niveau d'endettement devrait être plus élevée, la tendance à un endettement accentué pour la période 1999-2005 cependant comparable.

Pour tenir compte de l'importante part des frontaliers, il faut ajuster les montants des cotisations sociales et des impôts, en retenant l'hypothèse que la part des non-résidents dans ces montants est la même que leur part dans la rémunération des salariés. La part des prestations sociales payée à des non-résidents a également été retranchée. Il faut également ajouter la rémunération des fonctionnaires européens qui sont résidents, mais sont censés travailler à l'étranger, étant donné que les unités institutionnelles qui emploient ces personnes sont classées non-résidentes. Pour le Luxembourg, l'application de ce concept du Système européen des comptes (SEC95) vaut considération compte tenu de leur nombre important par rapport au reste de la population ainsi que de leur pouvoir d'achat élevé.

³⁴ Selon les informations du panel PSELL, les revenus du capital (revenus mobiliers et immobiliers) représentaient 4,8% du revenu total des ménages en 1999 et 4,6% en 2000 (CEPS, Population & Emploi 4/2001 et 1/2002).

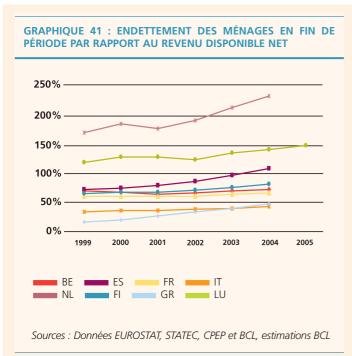


TABLEAU 23 : ÉV	OLUTION	ANNUE	LLE DES	INDICATE	URS			
	2000	2001	2002	2003	2004	2005		
Endettement p.h.	15,16%	6,63%	4,66%	12,00%	8,61%	9,8%		
Revenu disponible p.h.	6,95%	6,82%	7,93%	2,58%	4,24%	4,17%		
Taux d'endettement des ménages		-0,18%	-3,03%	9,18%	4,19%	5,41%		
Sources : STATEC, CPEP et BCL, calculs BCL								

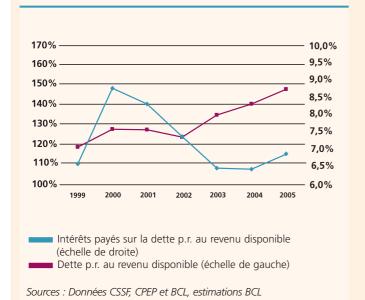
Le taux d'endettement, rapportant l'endettement au revenu disponible, fait apparaître une situation financière des ménages résidents plus tendue que la comparaison au PIB ne le laissait entendre. L'analyse de la variation annuelle des indicateurs particuliers (Tableau 23) permet une considération plus nuancée du graphique précédent en ce qui concerne le Luxembourg.

Après un accroissement prononcé en 2000, l'endettement des ménages résidents a décéléré en 2001 et 2002 pour reprendre une certaine vigueur les années suivantes. Des éléments explicatifs peuvent être l'incertitude qui régnait sur les marchés financiers après le dégonflement de la bulle spéculative et les attentats du 11 septembre 2001 dont l'impact a également pesé sur la croissance économique.

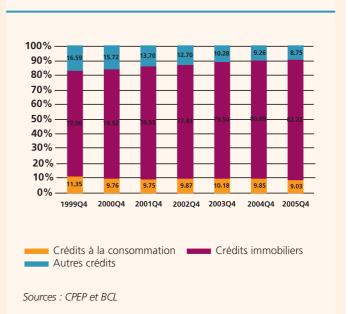
En Europe, l'endettement des ménages³ a progressé, en moyenne, de 8,7% en 2004 après 6,2% en 2003. Il s'élevait à 16 337 euros par habitant (p.h.) fin 2004. Le Danemark (39 794 euros p.h.) et les Pays-Bas (32 812 euros p.h.) sont les pays qui affichent le niveau d'endettement des ménages le plus élevé, tandis que la Grèce et l'Italie sont les pays où les ménages ont été le moins endettés avec respectivement 4 659 euros et 6 598 euros par habitant. Avec 25 313 euros, soit 55% au-dessus de la moyenne européenne, le Luxembourg a occupé en 2004 la 4º place dans l'Europe des 15, suivant de près le Royaume-Uni.

³⁵ Dans le bulletin №144 de décembre 2005, la Banque de France a publié les résultats d'une étude comparative sur l'endettement des ménages en Europe, menée par l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE).

GRAPHIQUE 42 : ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT EN FIN DE PÉRIODE DES MÉNAGES LUXEMBOURGEOIS ET DU PAIEMENT D'INTÉRÊTS SUR LA DETTE PAR RAPPORT AU REVENU DISPONIBLE



GRAPHIQUE 43: VENTILATION PAR TYPE D'EMPRUNT DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES



En 2005, la part du revenu disponible réservée au paiement d'intérêts a légèrement augmenté pour s'établir à 6,75%. Cela, dans le sillage d'un recours à l'endettement des ménages résidents en hausse de 10,87% (9,41% en 2004) tandis que la croissance du revenu disponible des ménages, qui a atteint 5,18%, évoluait pratiquement au même niveau qu'en 2004 (5,01%). Cet accroissement de la part du revenu disponible réservée au paiement d'intérêts s'explique également par une adaptation en cours d'année, par les établissements de credits résidents, des conditions de prêts pour les contrats nouveaux, en anticipation d'un relèvement du taux directeur de l'Eurosystème qui est intervenue en fin d'année.

Cette évolution constitue un possible retournement par rapport à la tendance observée durant les périodes précédentes. En effet, en 2000, la part du revenu disponible que les ménages résidents ont utilisé pour les paiements d'intérêts sur leurs dettes³⁶ s'est élevée à 8,8%. Les années suivantes, celle-ci n'a cessé de diminuer pour se stabiliser en 2003 et 2004 à un niveau de 6,4% environ³⁷. Considérant la croissance continue de l'endettement des ménages, cette évolution s'explique en grande partie par la baisse du taux directeur de l'Eurosystème depuis mai 2001. L'effet de ces décisions de politique monétaire est d'autant plus directe pour les ménages que la part des crédits à taux variable est importante. De 1999 à 2000, le saut de plus de deux points de pourcentage de l'indicateur s'explique notamment par un accroissement de 16,8% de la dette des ménages et par un relèvement du taux de refinancement de la BCE de 1,75 points de pourcentage à 4,75%.

Structure de l'endettement des ménages

En 2004, le crédit à l'habitat a représenté 61,1% de l'endettement des ménages en Europe et a progressé suivant un rythme plus élevé (+11,1%) qu'il ne l'avait été en 2003 (+7,7%). Au Luxembourg, le taux de croissance du crédit immobilier a été de 11,3% et donc pratiquement identique à la moyenne européenne.

Le graphique 43 illustre le fait que l'investissement immobilier est le principal motif d'endettement pour les ménages au Luxembourg. En 2003, la proportion de logements occupés par le propriétaire s'élevait à 74,3%.

³⁶ La méthodologie de construction des séries statistiques utilisées ne permet pas d'estimer l'amortissement de la dette.

³⁷ Pas tous les ménages ont contracté un ou plusieurs crédits. Il s'agit ici d'un indicateur représentatif pour l'ensemble du secteur des ménages. Les ménages effectivement endettés doivent consacrer une part plus importante de leur revenu disponible au paiement des intérêts de la dette.

La part des autres crédits dans l'endettement des ménages se caractérise par une nette tendance à la baisse. Le recul de la proportion des crédits à la consommation est également considérable.

Pour les nouveaux crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit résidents entre 2003 et 2005, la part des crédits à taux variable était en moyenne légèrement supérieure à 84%. Il est étonnant que les ménages n'aient pas eu plus tendance à profiter du niveau des taux d'intérêt assez bas pour conclure des contrats à taux fixe qui leur auraient attribué une certaine certitude pour la planification financière de leur investissement immobilier

Quant aux crédits à la consommation la part des crédits à taux fixe est prépondérante (87%), tandis que pour les autres crédits, 98% des contrats sont conclus avec un taux variable. Avec les relèvements du taux directeur par l'Eurosystème en décembre 2005 et en mars 2006, il sera intéressant d'observer, si à l'avenir les ménages s'orientent davantage vers des crédits à taux fixe.

Au Luxembourg, la durée moyenne estimée des prêts hypothécaires s'établit entre 15 et 20 ans, tout comme en France, en Belgique, en Grèce et en Espagne. En Autriche, au Portugal et en Allemagne, elle atteint ou dépasse 25 ans. C'est au Pays-Bas que la durée moyenne des crédits immobiliers est la plus élevé avec 30 ans³⁸. Il est évident que l'allongement de la durée permet d'étaler le remboursement du crédit dans le temps et d'accroître la capacité d'emprunt des ménages. Tel a précisément été le cas au Luxembourg au cours des dernières années, ce qui tendra à hausser la durée moyenne des prêts immobiliers.

Conclusion

Deux traits saillants de l'endettement des ménages luxembourgeois peuvent être relevés. En 2004, le niveau d'endettement par habitant a été le deuxième plus important de la zone euro avec une nette tendance à la hausse. L'indicateur des paiements d'intérêt sur la dette par rapport au revenu disponible a évolué à un niveau modéré, mais apparaît fort dépendant du niveau et de l'évolution des taux d'intérêt de l'Eurosystème. Il est appelé à augmenter sous l'effet conjugué de la hausse de l'endettement des ménages, en valeur comme en relatif à leur revenu disponible, et de la normalisation des taux d'intérêt qui est en cours dans l'Eurosystème.

³⁸ Bulletin N°144 de décembre 2005 de la Banque de France. Publication des résultats d'une étude comparative sur l'endettement immobilier des ménages de la zone euro. Source : Fédération hypothécaire européenne, BCE.

1.2.8.2 <u>Projections macro-économiques</u>

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent de décembre 2005³⁹ et ont été élaborées dans un contexte économique favorable. Grâce aux excellents résultats du secteur bancaire et dans le sillage du rebond conjoncturel dans la zone euro, l'économie luxembourgeoise avait renoué très vite avec une croissance soutenue à partir du deuxième semestre 2005. Pour l'année entière, une croissance du PIB réel de l'ordre de 3,8% s'annonçait avec une accélération à la clé pour l'année 2006. Le scénario était d'autant plus favorable que la croissance économique s'était répercutée sur les créations d'emplois, et ceci dans presque tous les secteurs de l'économie. De plus, les risques liés au scénario central semblaient davantage biaisés à la hausse qu'à la baisse.

Le présent exercice de projections est basé sur la nouvelle version des comptes nationaux. Conformément aux attentes, les révisions méthodologiques et statistiques implémentées récemment par le STATEC ont eu un impact non négligeable sur les données historiques (voir sous 1.2.8.1). Le niveau du PIB nominal a été revu à la hausse, de l'ordre de 6,6% en moyenne sur les années 1995-2004, et le profil de croissance du PIB réel et de ses composantes a été modifié. Ce dernier élément diverge certes de ce qui a été observé dans les autres pays de la zone euro où l'on a procédé à des ajustements méthodologiques similaires, mais il n'a pas vraiment constitué une surprise étant donnés le poids et la volatilité des Services d'Intermédiation Financière Indirectement Mesurés dans les comptes nationaux. L'incertitude qui était liée à l'envergure de cet ajustement avait présenté un risque pour l'estimation chiffrée des projections d'agrégats macro-économiques sans toutefois mettre en doute la dynamique sous-jacente.

Depuis le dernier exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique au Luxembourg ont largement confirmé les anticipations tout en présentant en moyenne un scénario marginalement plus positif. Les indicateurs conjoncturels pour le quatrième trimestre 2005, publiés en début 2006, ont témoigné d'une vigueur de croissance plus importante qu'escomptée. La bonne santé de l'économie luxembourgeoise s'est aussi reflétée dans la première version des comptes nationaux de l'année 2005, établie selon la méthodologie révisée.

La croissance moyenne du PIB réel en 2005 a été estimée à 4,0%, donc légèrement supérieure à nos attentes de décembre 2005. Par ailleurs, les comptes nationaux trimestriels chiffrent la croissance économique en fin d'année à 5,7% sur base annuelle. L'acquis de croissance pour l'année 2006, sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, peut être estimée aux environs de 2,6%.

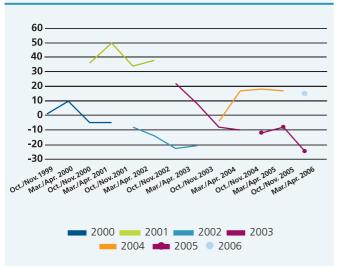
Au premier trimestre de l'année 2006, les indicateurs conjoncturels disponibles semblent confirmer la poursuite de la trajectoire de croissance entamée au deuxième semestre 2005 en dépit d'une nouvelle hausse du prix du pétrole. Les enquêtes de conjoncture dans le secteur de l'industrie signalent un optimisme accru de la part des chefs d'entreprises par rapport à la fin de l'année 2005. Même si l'amélioration est moins spectaculaire qu'en Allemagne, l'indicateur de confiance indique toujours une croissance de la production industrielle en ligne avec la moyenne historique. Le secteur bancaire, secteur phare de l'économie, a continué à profiter de l'envolée des marchés boursiers, de la baisse de l'aversion aux risques ainsi que d'un accroissement des volumes de transactions. Selon le compte de pertes et profits agrégé, les revenus sur commissions auraient progressé de 28% au cours du premier trimestre contre 14% en 2005.

Par contre, en ce qui concerne le deuxième trimestre de 2006, le dynamisme a probablement été quelque peu freiné par l'envolée du prix du pétrole à des niveaux supérieurs à 70\$/bl ainsi que par la légère appréciation de l'euro par rapport au dollar. Ces facteurs ont probablement aussi été à l'origine du léger repli du climat de confiance dans l'industrie. Un accroissement de la volatilité sur les marchés boursiers, avec à la clé une correction soudaine et violente des principaux indices boursiers, a également été observé vers la mi-mai. Pourtant, ce retrait s'est essentiellement opéré sur fond de craintes d'inflation et de resserrement monétaire. Il constitue vraisemblablement aussi davantage une consolidation boursière après une envolée spectaculaire lors des trimestres précédents que le début d'un renversement de tendance sur base de craintes plus profondes liées à un affaiblissement de la croissance économique dans la zone euro.

³⁹ Voir Bulletin de la BCL 2005/3, pp.72-76.

Si l'économie du Luxembourg a bien résisté au choc pétrolier, c'est grâce à l'appareil de production qui profite davantage de l'expansion du commerce international qu'il ne subit les effets défavorables de l'évolution du prix du pétrole. En revanche, l'impact de l'envolée du prix du pétrole sur la demande interne est plus difficile à cerner. Les comptes nationaux font état pour 2005 d'une consommation privée peu dynamique, voire très faible. Du côté des investissements, le constat est cependant plus réjouissant avec un bond de l'investissement enregistré en 2005. De plus, les résultats des enquêtes semestrielles d'investissement d'octobre/novembre 2005 dans l'industrie laissent entrevoir que les entreprises ont probablement différé une partie de leurs investissements de 2005 en 2006. Cette année-ci, les dépenses d'investissement à prix courants dans l'industrie devraient notamment progresser à un taux similaire à celui observé en 2004 (voir graphique).

GRAPHIQUE 44 : 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 calcule les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

Source : Commission européenne

En général, le scénario international, tel qu'il prévalait en décembre 2005 dans les projections macro-économiques des institutions internationales, est toujours de mise, même s'il a été adapté ponctuellement. En 2005, la croissance du commerce international et du PIB mondial a été plus forte qu'anticipée, phénomène qui s'est également prolongé sur l'année en cours. Le commerce mondial devrait ainsi encore s'accélérer en 2006 par rapport à 2005, tandis que la croissance du PIB mondial devrait rester au même niveau élevé. Par contre, pour l'année 2007, les institutions internationales s'accordent généralement sur un léger essoufflement de la conjoncture, tout en estimant que la croissance restera au-dessus de la moyenne historique. Une modification importante concerne les hypothèses relatives au prix du pétrole, ces dernières ayant à nouveau été fortement révisées à la hausse. Sur base des hypothèses retenues, le prix du pétrole évoluerait en moyenne à un niveau supérieur à 70\$/bl, ce qui, pour l'année 2007, constitue une révision à la hausse de 20% par rapport à l'exercice de décembre 2005.

En ce qui concerne la zone euro, le scénario du raffermissement de l'embellie conjoncturelle entamée au deuxième semestre 2005 s'est confirmé au premier trimestre 2006. La croissance trimestrielle du PIB réel a été estimée à 0,6%, soit proche de la croissance tendancielle. Cette évolution à court terme très favorable transparaît d'ailleurs aussi dans l'exercice de projections de l'Eurosystème de juin 2006. Ainsi, en 2006, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette de croissance comprise entre 1,8% et 2,4%. La croissance pour 2006 a été ajustée à la hausse, et ceci pour la deuxième fois après une première révision haussière en décembre 2005. Par après, la croissance économique devrait baisser légèrement pour se situer entre respectivement 1,3% et 2,3% en 2007. Le profil de croissance de la zone euro, atypiquement volatile, est marqué, d'une part, par le scénario conjoncturel hors zone euro, et, d'autre part, par le profil de croissance anticipée en Allemagne. En effet, pour l'Allemagne, il est admis que le relèvement de 3 pp du taux de TVA principal à partir du 1er janvier 2007 va temporairement affecter le profil de croissance de la consommation privée, et donc aussi du PIB. On suppose généralement que les ménages vont avancer en 2006 une partie de leur consommation privée, notamment les achats de biens durables, prévue pour 2007. Ceci expliquerait une croissance plus vigoureuse en 2006, mais également le repli en 2007, et plus particulièrement au premier trimestre. Le rebond de la croissance en 2008 pourrait surprendre dans un contexte où l'économie mondiale semble plutôt stagner.

Mais, comparée au reste du monde, la position cyclique de la zone euro affiche un retard de quelques trimestres. Par conséquent, si la zone euro avait du mal à entamer son cycle de croissance dans le sillage de la reprise mondiale à partir de 2003, sa croissance relative par rapport au reste du monde en fin de cycle devrait a priori être plus élevée.

TABLEAU 24: PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES ET HYPOTHÈSES TECHNIQUES (TAUX DE VARIATION ANNUEL 1)

	2005	2006	2007	2008
Commerce mondial (CE)	7,1(+0,2)	8,5 (+1,1)	7,1 (-0,2)	-
PIB mondial (CE)	4,6 (+0,3)	4,6 (+0,3)	4,3 (+0,1)	-
PIB zone euro (CE)	1,3 ()	2,1 (+0,2)	1,8 (-0,3)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	1,4	1,8 - 2,4	1,3 - 2,3	-
Demande internationale adressée				
au Luxembourg	5,5 (+0,4)	7,0 (+1,2)	4,8 (-0,8)	5,5
Prix du pétrole en \$/bl²	54,4 (-0,6)	70,3 (+10,3)	73,9 (+14,4)	71,9
Taux de change \$/€³	1,24 (-0,1)	1,26 (+0,6)	1,27 (0,8)	1,27
Taux d'intérêt à 3 mois	2,2	3,1	3,9	4,1
Taux d'intérêt à 10 ans	3,4	4,0	4,2	4,3

¹ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2005, en points de pourcentage.

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie tournée vers l'extérieur et, selon le scénario international, sa croissance s'amplifierait en 2006. Cette croissance passerait de 5,5% en 2005 à 7,0% en 2006 pour baisser à 4,8% en 2007.

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, sur base des premières estimations pour 2005, de l'évolution conjoncturelle récente et des hypothèses techniques, la croissance économique s'accélérerait en 2006 par rapport à 2005. Il paraît justifié de revoir à la hausse les projections de la croissance économique pour l'année 2006, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 4,4% à 5,0%. Le ralentissement de la demande internationale, prévu pour l'année prochaine, laisserait présager une baisse de la croissance économique en 2007. En revanche, malgré ce fléchissement, le Luxembourg connaîtrait pour la quatrième année consécutive une croissance économique appréciable, en moyenne supérieure à 4%.

² Révisions en \$/bl.

³ Révisions en \$/€.

Cette projection est basée sur l'hypothèse que le cycle conjoncturel classique, qui a été entamé par une reprise des exportations en 2004 et qui s'est poursuivi par une reprise de l'investissement des entreprises en 2005, va se compléter sur l'horizon de projections par une transmission de la dynamique de croissance à la consommation privée. La croissance économique va ainsi graduellement reposer sur une base plus large et deviendra par conséquent plus équilibrée. Ces anticipations se basent essentiellement sur une analyse des fondamentaux qui semblent relativement bien orientés en 2006. L'expansion économique s'est notamment déjà répercutée sur la croissance de l'emploi national. De plus, les salaires réels ont connu une progression considérable en 2004 et 2005.

TABLEAU 25 : PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2005 (EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINT DE POURCENTAGE)

		Juin	2006		Révisions
	2005	2006	2007	2008	2005 2006 2007
PIB réel	4,0	4,4 - 5,0	3,4 - 4,4	3,3 - 5,3	+0,2 +0,7 -0,1
IPCH	3,8	2,9	2,5	2,1	- 0,5 0,4
IPCH énergie	14,9	9,5	3,0	-1,0	-0,4 3,4 3,4
IPCH excluant l'énergie	2,4	2,1	2,4	2,5	- 0,3 -
IPCN	2,5	2,8	2,1	1,8	- 0,6 0,4
Echelle mobile des salaires	2,5	2,1	2,3	2,1	- 0,2 -0,2
Coût salarial moyen	4,2	3,7	3,5	3,7	0,6 0,6 -0,1
Emploi salarié	2,9	3,0	3,0	2,9	-0,3 0,2 0,3
Taux de chômage	4,3	4,6	4,8	5,0	-0,3 -0,2 -0,1
Source : BCL					

Les mesures récentes annoncées par le gouvernement ont évidemment un impact à la baisse sur le pouvoir d'achat des ménages et freinent donc la consommation privée. Mais, il reste que la progression du revenu disponible des ménages, sur fond de la progression du revenu salarial, semble suffisante pour empêcher un nouvel affaiblissement de la consommation privée sur l'horizon de projections. La dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste en revanche largement tributaire des développements du commerce international et même si la croissance a tendance à s'équilibrer, les exportations demeurent la composante la plus dynamique du PIB.

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teinte. Il convient en particulier de citer les éléments suivants. Bien que peu d'informations soient diffusées, les négociations salariales semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Cette modération s'explique probablement par la montée du chômage. Par contre, les données des comptes nationaux pour les années 2004 et 2005 ne font guère état d'une modération salariale.

La progression relativement importante du coût salarial moyen, au-delà de 4%, est nettement supérieure à la hausse affichée par les données de l'IGSS. Alors que les ajustements barémiques des salaires semblent être freinés dans le cadre des négociations, une part considérable de la hausse du coût salarial moyen est imputable au fait que les entreprises ont davantage recours aux rémunérations sous forme de primes et de gratifications ou de rémunérations en nature (avantage extra-salariaux).

Afin de freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise, le gouvernement a récemment annoncé plusieurs mesures. Une première mesure consiste à remplacer temporairement le mécanisme d'indexation automatique des salaires par un mécanisme "cliquet". L'impact de cette mesure gouvernementale sur les taux de variation du coût salarial moyen est relativement important en 2006 (-0,8 pp). Par contre, il est partiellement résorbé par la suite (voir l'encadré pp. 29-32). Une deuxième mesure concerne le gel des salaires dans la fonction publique pour les années 2007 et 2008. Elle exerce certainement un frein sur l'évolution du coût salarial moyen, mais l'impact sur la compétitivité-coût de l'économie est plus relatif dans la mesure où le coût salarial dans le secteur privé est prépondérant. Cette mesure n'aura d'effet substantiel que si elle provoque des effets indirects et, plus particulièrement, une tendance à la modération salariale dans les autres secteurs de l'économie. Par contre, une telle dynamique n'est encore quère observable. Le salaire minimum sera notamment relevé d'environ 2% en janvier 2007.

La robustesse de l'économie est corroborée par le raffermissement de la création d'emplois en 2005. D'une part, elle est en accélération par rapport à 2004. D'autre part, elle repose sur une base relativement large. Tous les secteurs à l'exception de l'industrie semblent concernés par cet embellissement sur le front de l'emploi. Dans le contexte de croissance économique qui demeure très favorable, cette tendance devrait se poursuivre sur l'horizon de prévisions. En revanche, le taux de chômage au sens "strict" est en augmentation tendancielle et ce malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi. Il pourrait encore augmenter sur l'horizon de projection, se rapprochant graduellement des 5,0% en 2008. L'ajustement à la baisse des projections en 2006 par rapport à l'exercice précédent s'explique par un ajustement rétrospectif depuis 2000 de la définition du taux de chômage.

Les bénéficiaires d'une affectation temporaire indemnisée ne sont plus comptabilisés comme chômeurs au sens "strict" mais sont désormais inscrits dans le taux de chômage au sens "large". Par contre, compte tenu de l'annonce de la fermeture de plusieurs usines ou sites de production, le scénario se présente moins favorablement qu'en décembre 2005. Le taux de chômage au sens large devrait lui aussi emprunter une trajectoire ascendante de 2006 à 2008 pour avoisiner 6,5% en 2008 car la légère baisse projetée du nombre de mesures spéciales pour l'emploi devrait être contrecarrée par la hausse de la composante "stricte" de ce taux de chômage.

Pour ce qui est de l'inflation, sa dynamique à court terme est largement tributaire de la progression du prix du pétrole à des niveaux supérieurs à 70 \$/bl ainsi que de la hausse des prix administrés (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). La contribution de l'inflation des produits pétroliers serait ainsi encore positive en 2006 et 2007. L'IPCN à l'exclusion de l'énergie s'accélérerait de 1,7% en 2005 autour des 2% sur l'horizon de projection et demeurerait supérieur à l'IPCH excluant l'énergie dans les pays voisins. Cette accélération de l'inflation "sous-jacente" s'explique essentiellement par les hausses des prix des services ainsi que par la diffusion du renchérissement du prix du pétrole aux prix à la consommation. Comparées à l'exercice précédent, les projections pour l'inflation globale ont été fortement révisées à la hausse afin de rendre compte du changement des hypothèses relatives au prix du pétrole et de la hausse des prix administrés en début d'année.

1.2.9 Les finances publiques

1.2.9.1 <u>Situation budgétaire : vue d'ensemble</u>

La période s'étendant d'octobre 2005 à mai 2006 a été ponctuée de trois jalons d'importance en matière de finances publiques. Le premier jalon fut le projet de budget 2006 de l'Etat central, qui a été déposé à la Chambre des Députés en octobre 2005 avant d'être adopté par cette dernière en décembre. Le budget 2006 se caractérise par un certain volontarisme, comme l'atteste une progression des dépenses totales de près de 9% par rapport au budget définitif de 2005. Une appréhension plus globale de l'Etat central, qui revient à consolider le budget de l'Etat central au sens strict d'une part et les opérations des fonds spéciaux et de certains établissements publics d'autre part, donne lieu à un constat similaire.

Selon la version consolidée du budget de l'Etat établie par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2006, les dépenses de l'Etat central consolidé se seraient accrues de plus de 15% sur la période de deux ans 2004-2006, de sorte que leur progression moyenne se serait établie à près de 8% en moyenne au cours de cette période de deux ans pour cette acception large de l'Etat central.

	Budget définitif 2005	Budget 2006 voté	Progression en termes nominaux
Recettes	6 902,5	7 328,0	+6,2%
Recettes courantes	6 828,7	7 223,7	+5,8%
Recettes en capital	73,8	104,3	+41,4%
Dépenses	7 009,2	7 629,3	+8,8%
Dépenses courantes	6 303,1	6 852,2	+8,7%
Dépenses en capital	706,1	777,1	+10,1%
Solde	-106,7	-301,3	
dont solde courant	525,6	371,5	
dont solde en capital	-632,3	-672,8	

Source : Loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006.

Deux autres jalons ont vu la politique budgétaire s'infléchir vers davantage de riqueur. La 7^{ème} actualisation du programme de stabilité remise à la Commission européenne en novembre 2005, qui portait sur la période 2006-2008, renfermait en effet l'objectif d'un déficit des administrations publiques (soit l'Etat central au sens large, les communes et la sécurité sociale) limité à 1% du PIB en 2007 et un quasi-retour à l'équilibre en 2008. Par ailleurs, l'actualisation proposait comme objectif à moyen terme de la politique budgétaire un déficit apuré du cycle conjoncturel égal à 0,8% du PIB. Si ces objectifs paraissent insuffisamment volontaristes à l'aune de la vigueur de la croissance économique anticipée dans le programme lui-même sur l'horizon 2006-2008, l'actualisation avait le mérite d'esquisser un cheminement graduel vers l'équilibre, qui constituerait une rupture par rapport à la détérioration budgétaire enregistrée sans discontinuer de 2001 à 2005. L'actualisation ne renfermait cependant pas une description suffisamment détaillée des mesures susceptibles d'induire un tel retournement.

Les réformes annoncées par le gouvernement le 2 mai 2006 - qui constituent le troisième jalon - ont en partie dissipé ces incertitudes. En premier lieu, le gouvernement a conféré une grande légitimité politique aux objectifs de l'actualisation du programme de stabilité, en affirmant sa volonté de réduire le déficit des administrations publiques à 1% du PIB en 2007 et de renouer avec l'équilibre en 2009. En second lieu, il a annoncé l'adoption de mesures de consolidation budgétaire. Ainsi que l'indique l'encadré ci-joint, les mesures de consolidation qui ont fait l'objet d'une spécification suffisante et qui, à ce titre, sont prises en compte dans les projections de la BCL, permettraient d'améliorer la situation budgétaire à raison d'environ 1% du PIB. Comme l'établissent les sous-sections suivantes, qui se focalisent sur les comptes SEC 95 des administrations publiques considérées dans leur globalité, cette louable inflexion de la politique budgétaire permettrait d'endiguer le processus de détérioration budgétaire précité. Le retour à l'équilibre ne serait cependant nullement garanti, à moins que l'objectif de limitation de la croissance des dépenses de l'Etat central annoncé par le Gouvernement ne soit mis en œuvre de façon déterminée. Une telle riqueur s'imposerait d'autant plus que les actuels excédents de la sécurité sociale sont appelés à s'étioler graduellement.

Les projections de finances publiques dans la foulée des mesures de consolidation budgétaire annoncées le 2 mai 2006

Dans le sillage de discussions au sein de la Tripartite, le Premier Ministre a annoncé le 2 mai, lors de la traditionnelle déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière du pays, diverses mesures destinées à induire une consolidation budgétaire. Les mesures suffisamment spécifiées au présent stade ont été incorporées aux projections de finances publiques. L'estimation par la BCL de l'impact de ces mesures est abordée ci-dessous, suivie d'une évaluation de l'incidence sur les finances publiques d'un éventuel saut d'index.

1. Estimation de l'impact budgétaire des mesures suffisamment spécifiées

Le tableau ci-dessous constitue une tentative de chiffrage des mesures suffisamment bien spécifiées. Ce chiffrage a pour l'essentiel été effectué de manière propre, sur la base de données officielles. L'impact budgétaire du relèvement de la taxe sur les véhicules automoteurs est difficile à cerner faute d'informations suffisamment précises sur la composition du parc automobile. Enfin, il a été supposé que le rehaussement des accises sur le diesel et l'essence ne donnerait pas lieu à un ajustement à la baisse des volumes de vente de ces produits. Il en résulte une certaine surestimation de l'impact budgétaire des mesures de consolidation. Par ailleurs, les mesures relatives aux transferts entre les sous-secteurs des administrations publiques ne sont pas prises en compte dans le tableau car elles n'affectent pas ces administrations appréhendées dans leur globalité. Ces mesures sont cependant bel et bien prises en compte dans les projections des soldes des sous-secteurs présentées dans le corps du texte. Enfin, l'incidence sur les recettes et dépenses de la modulation de l'indexation n'est pas davantage considérée dans le tableau, car son impact budgétaire net est faible.

TABLEAU 27 : CHIFFRAGE DES MESURES AYANT FAIT L'OBJET D'UNE SPÉCIFICATION SUFFISANTE (MESURES INTÉGRÉES AUX PROJECTIONS DE FINANCES PUBLIQUES) INCIDENCE SUR LES POSTES RESPECTIFS, EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE

	2006	2007	2008
1. Mesures sur le versant des recettes	+0	+187	+224
Rehaussement de 2,5 à 3,5% de l'impôt de solidarité relatif à l'impôt sur les traitements et salaires		+20	+22
Rehaussement de 4 à 5% de l'impôt de solidarité relatif à l'impôt sur le revenu des collectivités		+12	+13
Rehaussement de la contribution des ménages à l'assurance dépendance de 1 à 1,4%		+67	+71
Relèvement des accises sur le diesel et l'essence en janvier 2007 et sur le diesel en janvier 2008		+36	+64
Taux de TVA appliqués aux professions libérales relevés de 12 à 15% (1)		+30	+31
Relèvement de la taxe sur les véhicules automoteurs		+22	+23
2. Mesures sur le versant des dépenses	-7	-139	-176
Aménagement de la liaison des pensions au bien-être de 2% (2)	-38	-13
Economies en matière d'investissements publics		-58	-96
Gel des traitements dans la fonction publique (3)		-21	-43
Suspension de l'indexation des prestations familiales en 2006 et 2007 (4)	-7	-22	-24
3. Incidence sur le solde des administrations publiques (=	l2.) +7	+326	+400
ldem, en pourcentage du PIB	+0,02%	+0,97%	+1,12%

⁽¹⁾ Contrairement aux autres estimations, il ne s'agit pas d'une estimation propre.

Sources : Budgets de l'Etat, programmes pluriannuels des dépenses en capital, 7^{ème} actualisation du programme de stabilité, IGSS, STATEC, calculs BCL.

⁽²⁾ Hausse des pensions octroyée en deux étapes (+1% au 1º juillet 2007 et de nouveau +1% au 1º juillet 2008), et non en une fois (+2%) le

¹er janvier 2007 comme initialement escompté.

⁽³⁾ Economies par rapport à une situation où les négociations salariales auraient donné lieu à une progression des traitements de 0,8% tant en 2007 qu'en 2008, soit la hausse concédée en 2006.

⁽⁴⁾ Hypothèses : indexation de 2,5% en mars 2008 et pas de crédit d'impôt compensatoire.

En ce qui concerne l'impact budgétaire des mesures visant à restreindre les investissements publics, il a été annoncé dans la déclaration du gouvernement que les investissements publics seraient réduits à concurrence de 170 millions d'euros en 2007 et de 190 millions en 2008. La plus grande prudence est de mise lors du chiffrage de cette mesure. Au Luxembourg, les dépenses d'investissement effectives sont traditionnellement nettement inférieures aux dépenses correspondantes, prévues dans les budgets successifs ou dans le programme pluriannuel des dépenses en capital. Les économies précitées pourraient dans une large mesure se référer à une exécution inférieure à 100% des dépenses d'investissement, qui était prise en compte dans les projections de la BCL avant même l'annonce des mesures de consolidation. Les économies d'investissement stricto sensu, expurgées de ce dernier facteur, sont estimées à 58 millions d'euros en 2007 et à 96 millions en 2008. Elles sont égales au fléchissement des dépenses d'investissement constaté par rapport au scénario "spontané" - c'est-à-dire antérieur à l'annonce des mesures - de la BCL. Ce dernier scénario se fondait sur les budgets et sur le programme pluriannuel précité, ainsi que sur la 7^{eme} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg.

Diverses mesures non décrites ci-dessus ont été annoncées dans la déclaration du gouvernement du 2 mai. Comme elles n'ont jusqu'à présent pas fait l'objet d'une spécification détaillée, elles n'ont pas été intégrées au "chiffrage" présenté ci-dessus. Il s'agit notamment des mesures suivantes :

- Alignement du régime des congés de maladie des ouvriers sur celui des employés.
- Augmentation des dépenses de l'Etat central limitée à 4% par an. En l'absence d'une description des mesures sous-jacentes, il s'agit plutôt d'un objectif. L'incidence budgétaire du respect de cet objectif est appréhendée dans le corps du texte.
- Réduction des frais de fonctionnement de l'Etat central et politique d'embauche plus stricte. En l'absence de spécifications de ces mesures, elles n'ont pas davantage été incorporées au chiffrage.

Il convient de noter que certaines des mesures annoncées le 2 mai sont susceptibles de donner lieu à un accroissement des dépenses, en particulier dans le domaine du logement, de la recherche-développement (doublement annoncé des fonds publics de recherche de 2006 à 2009), de l'éducation, des foyers de jour pour enfants, de la sécurité, du transport public, etc. Pour cette raison, la non prise en compte des mesures insuffisamment spécifiées n'induit pas nécessairement une surestimation des déficits projetés.

2. Incidence d'un hypothétique saut d'indexation sur les finances publiques

En vertu des décisions de la Tripartite, la tranche indiciaire due pour août 2006 serait repoussée au 1er décembre 2006. La tranche indiciaire suivante, normalement échue en 2007, ne serait quant à elle appliquée qu'au 1er janvier 2008, voire même en mars si le prix du baril de pétrole excède 63 dollars. La tranche théoriquement due en 2008 ne serait pour sa part payée qu'en janvier 2009.

L'impact de cette mesure doit être appréhendé à un double niveau. D'une part, il convient de comparer la séquence de tranches indiciaires résultant des décisions de la Tripartite à la succession "spontanée" des tranches, telle qu'elle aurait été observée en l'absence de cette mesure. En cas d'inflation faible (de prix du pétrole modérés voire en fléchissement), l'incidence de la mesure serait réduite, voire nulle. Il en irait cependant tout autrement sous l'hypothèse inverse d'une inflation élevée. D'autre part, il s'impose d'appréhender la sensibilité des soldes budgétaires aux tranches indiciaires.

Le prochain tableau met en évidence l'incidence sur les recettes et dépenses de l'ensemble des administrations publiques d'un hypothétique saut d'index. Le tableau vise à estimer la sensibilité des soldes budgétaires au mécanisme d'indexation en tant que tel. Il ne s'agit donc pas à proprement parler d'une évaluation du réagencement de la liaison aux prix, annoncé à l'issue de la Tripartite et confirmé dans le discours du Premier Ministre. Les principales recettes et dépenses susceptibles d'être directement influencées par l'indexation sont surlignées. Comme l'indique la ligne "Impact sur le déficit", les diverses incidences directes d'un éventuel saut d'index se neutralisent mutuellement, de sorte que l'opération est budgétairement neutre en ce qui concerne l'ensemble des administrations publiques. Un saut d'index se traduirait certes par un fléchissement de diverses catégories de dépenses, en premier lieu les transferts sociaux. Cet impact serait cependant compensé par un moindre rendement des impôts directs à charge des ménages et des cotisations sociales, dont l'essentiel de la base taxable fait l'objet d'une indexation. Il convient de noter que divers effets plus indirects ne sont pas isolés au tableau. Les plus importants d'entre eux sont (i) l'incidence du saut d'index sur la consommation des ménages et, partant, sur les impôts indirects et (ii) l'effet du saut d'index sur les dépenses de santé, qui incorporent diverses rémunérations faisant l'objet d'une indexation. Ces deux effets tendraient aussi à se neutraliser mutuellement. L'effet TVA induirait en effet un déficit additionnel de l'ordre de 40 millions d'euros au maximum en cas de saut, tandis que les dépenses de santé se réduiraient d'environ 30 millions d'euros dans le même cas de figure.

TABLEAU 28 : INCIDENCE D'UN HYPOTHÉTIQUE SAUT D'INDEX (ABSENCE D'UNE TRANCHE INDICIAIRE DE 2,5%) SUR LES RECETTES, LES DÉPENSES ET LE SOLDE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (ETAT CENTRAL, COMMUNES ET SÉCURITÉ SOCIALE ; OPTIQUE SEC 95) (EN MILLIONS D'EUROS ; ÉTABLI SUR LA BASE DE DONNÉES RELATIVES À 2005)

Recettes	
Impôts directs à charge des ménages	-66
Cotisations sociales	-86
Autres recettes	0
Total des recettes	-151
Impact sur le déficit	0

Sources : STATEC, calculs BCL.

Le tableau ci-dessous permet d'isoler l'incidence d'un saut d'index hypothétique sur les soldes de la seule administration centrale.

TABLEAU 29 : INCIDENCE D'UN HYPOTHÉTIQUE SAUT D'INDEX (ABSENCE D'UNE TRANCHE INDICIAIRE DE 2,5%) SUR LES RECETTES, LES DÉPENSES ET LE SOLDE DE L'ETAT CENTRAL AU SENS LARGE (OPTIQUE SEC 95) (EN MILLIONS D'EUROS ; ÉTABLI SUR LA BASE DE DONNÉES RELATIVES À 2005)

Recettes		Dépenses	
mpôts directs à charge des ménages	-66	Transfert pensions	
otisations sociales	-8	Transfert prestations familiales	
Autres recettes	0	Transferts santé (surprimes)	
Total des recettes	-74	Forfait d'éducation	
		Allocations de chômage	
		Rémunération agents	-
		Autres dépenses	
Impact sur le déficit (-: diminution)	-43	Total des dépenses	-1

Il est intéressant de constater que la neutralité budgétaire ne prévaut pas pour l'Etat central considéré isolément, dont le déficit se réduirait de plus de 40 millions d'euros en cas de saut d'index, ces 40 millions étant peu ou prou pris en charge par la sécurité sociale. Cet état de fait s'explique par la conjonction de deux éléments. D'une part, l'Etat central serait nettement moins pénalisé par un saut d'index que l'ensemble des administrations publiques sur le versant des recettes, car il ne perçoit qu'une très faible proportion des cotisations sociales, l'essentiel étant canalisé vers la sécurité sociale. En revanche, l'administration centrale enregistrerait une substantielle économie sur le versant des dépenses, en raison de l'importance des transferts de l'Etat central à la sécurité sociale. Ces transferts sont en effet généralement affectés par l'indexation, notamment parce que nombre d'entre eux - les cotisations de pension supportées par l'Etat ou encore les surprimes versées à l'assurance maladie-maternité - sont proportionnels à la masse contributive, qui fait pour l'essentiel l'objet d'indexations. Il convient de noter que le forfait d'éducation et les allocations de chômage renforceraient l'incidence d'un saut d'index sur les dépenses de l'Etat central. Les organismes en charge de ces prestations, à savoir respectivement le Fonds de solidarité et le Fonds pour l'emploi, sont en effet incorporés à l'administration centrale en comptabilité SEC 95.

L'Etat central bénéficierait également d'une réduction du transfert aux communes par le biais du Fonds communal de dotation financière en cas de saut d'index, puisque cette dotation dépend notamment de l'évolution de l'impôt sur les traitements et salaires. Cet effet étant de nature indirecte et de surcroît d'ampleur assez réduite (moins de 10 millions d'euros), il n'a pas été intégré au tableau.

1.2.9.2 Les recettes

Pour la quatrième année consécutive, le ratio des recettes au PIB a accusé un recul en 2005, à raison de 0,6% du PIB. Cette évolution est due à la conjonction de quatre facteurs. En premier lieu, la base taxable des impôts indirects a fait preuve de moins de dynamisme que le PIB du fait, notamment, de la relative faiblesse de la consommation privée. En outre, la progression des recettes de TVA, qui s'explique notamment par un relèvement de la TVA sur le tabac et sur l'essence, a été déforcée par d'importants remboursements. En vertu du principe de la "réalité économique" inhérent au système comptable SEC 95, une partie de ces remboursements a été réaffectée aux années antérieures à 2005. Un important reliquat a cependant bel et bien été imputé à l'année 2005. Le recul du ratio des cotisations sociales constitue le troisième facteur explicatif du fléchissement du ratio des recettes totales. La masse contributive correspondante, qui dépend pour l'essentiel de l'évolution de l'emploi et des salaires moyens, a en effet moins progressé que le PIB. Enfin, les revenus du patrimoine (qui figurent dans les "autres recettes") sont passés de 0,9% à 0,7% du PIB dans le sillage de la dégradation de la situation patrimoniale des administrations publiques.

L'incidence négative de ces quatre facteurs a été partiellement compensée par une évolution favorable des impôts directs, qui recouvre cependant deux évolutions fortement contrastées. Les impôts directs à charge des sociétés (soit principalement l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), l'impôt commercial communal et l'impôt de solidarité sur l'IRC) ont marqué le pas pour la troisième année consécutive, du fait notamment de l'affaissement progressif des soldes d'impôt relatifs aux exercices antérieurs. En revanche, les impôts directs dont sont redevables les ménages ont connu une croissance nominale de quelque 15,7%. Le ratio correspondant s'est accru de 0,5% du PIB en une seule année, de sorte qu'il a peu ou prou renoué avec son niveau d'étiage observé avant la mise en œuvre des deux tranches de la réforme fiscale, en 2001 et 2002. L'impôt sur les traitements et salaires proprement dit aurait progressé de 10% en 2005. Si la base imposable correspondante a progressé dans une moindre mesure que le PIB au cours de cette dernière année, elle n'en a pas moins connu une croissance appréciable, dont l'impact a en outre été renforcé par la progressivité inhérente à cet impôt et par la non indexation des barèmes fiscaux.

L'impôt retenu sur les revenus de capitaux serait quant à lui passé de 0,45% du PIB en 2004 à 0,72% en 2005. Cet impôt, qui est assimilé aux impôts directs à charge des ménages dans les comptes SEC 95 établis par le STATEC, est notamment alimenté par le taux de retenue libératoire de 25% sur les dividendes distribués par des sociétés de participation financière.

S ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DI	

	Données officielles mars 2006							Projection	s BCL printe	mps 2006
	2000	2001	2002	2003	2004	2005		2006	2007	2008
Impôts directs	14,9	15,2	15,2	14,7	13,2	13,4		13,8	13,5	13,4
dont à charge des ménages	8,0	7,9	7,2	7,3	7,4	7,9		8,1	8,3	8,4
dont à charge des sociétés	7,0	7,3	8,0	7,4	5,8	5,5		5,7	5,2	5,1
Impôts indirects	14,0	13,5	12,8	12,6	13,8	13,5		13,4	13,5	13,3
Cotisations sociales	10,9	11,8	11,7	11,7	11,7	11,5		11,5	11,7	11,6
Autres recettes	4,2	4,0	3,9	3,5	3,5	3,2		3,4	3,3	3,3
Recettes totales	44,0	44,5	43,6	42,5	42,2	41,6		42,1	41,9	41,7
Croissance nominale des										
recettes totales (%)	13,2	3,7	4,3	4,2	4,7	6,6		8,3	6,1	6,1
Pour mémoire : recettes programme de stabilité					42,2	41,8		41,6	41,2	41,4

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, calculs BCL.

Note: Les ratios de recettes issus de l'actualisation du programme de stabilité ont été ajustés afin de prendre en compte la réestimation à la hausse du PIB par le STATEC dans la foulée, notamment, du nouveau traitement des SIFIM. En dépit de cet ajustement, ces ratios diffèrent quelque peu des ratios présentés à la ligne "Recettes totales" en 2005. Ces divergences résultent du fait que les données officielles 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.

Les projections de la BCL laissent augurer un accroissement du ratio des recettes totales au PIB en 2006, à la faveur du versement à l'Etat d'un dividende Arcelor particulièrement élevé au titre de l'exercice social 2005 - ce versement doit être imputé à l'année 2006 en vertu du SEC 95, de la répercussion en année pleine de l'instauration en juillet 2005 d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt des non-résidents et de paiements exceptionnels au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités.

Le relèvement des accises sur le diesel contribuerait également à conforter les recettes, qui progresseraient au total de quelque 8,3% en 2006. Il est supposé que les recettes imputables à l'impôt retenu sur les revenus de capitaux vont demeurer au niveau élevé enregistré en 2005.

Les nouvelles mesures fiscales annoncées par le gouvernement le 2 mai devraient toutes autres choses égales par ailleurs donner lieu à une augmentation du ratio de recettes de l'ordre de 0,6% du PIB en 2007. Les projections laissent pourtant augurer une légère diminution du ratio, ce paradoxe apparent s'expliquant principalement par l'évolution escomptée des impôts directs à charge des sociétés. Alors que le ratio afférent avait été conforté par des versements exceptionnels en 2006, il renouerait en 2007 avec la tendance baissière observée ces dernières années du fait, en particulier, de l'affaissement des soldes d'impôt attribuables aux exercices antérieurs. Le recul du ratio de recettes totales en 2007 s'explique également par le fait que la base taxable des impôts indirects ferait montre de moins de dynamisme que le PIB. Ce dernier phénomène affecterait également l'année 2008, avec à la clef un nouveau fléchissement du ratio des recettes totales. L'éventuel recul de la consommation de produits pétroliers induit par le relèvement de la fiscalité sur ces produits est susceptible d'exacerber le fléchissement du ratio des impôts indirects. Cet effet volume n'a cependant pas été pris en compte dans les projections.

A l'issue de la période de projection, le ratio de recettes serait légèrement supérieur au niveau enregistré en 2005. Du fait de la prise en compte des mesures annoncées par le gouvernement, les ratios projetés par la BCL se rapprochent en outre des indicateurs correspondants issus de la 7ème actualisation du programme de stabilité, voire même excèdent ces indicateurs.

Enfin, la progression nominale moyenne des recettes escomptée au cours de cette période, soit 6,8%, serait appréciable à l'aune de l'évolution observée de 2001 à 2004. Elle serait par ailleurs du même ordre de grandeur que la croissance des recettes enregistrée en 2005.

1.2.9.3 <u>Les dépenses</u>

Le ratio des dépenses est demeuré inchangé en 2005, alors qu'il avait continuellement progressé de 2000 à 2004. Cette rupture est cependant imputable à une forte progression du PIB nominal et non à une meilleure maîtrise des dépenses. Le taux de progression des dépenses a d'ailleurs connu une accélération par rapport à 2004, pour atteindre quelque 8,5%. Par ailleurs, la ventilation des dépenses a connu une grande stabilité en 2005. Les seules évolutions notables furent une légère diminution du ratio des transferts sociaux et une évolution en sens opposé des investissements publics sous l'effet, notamment, de la prise en compte des investissements effectués par des promoteurs immobiliers sous l'égide du fonds de garantie. Pour rappel, ce traitement statistique découle d'une décision relative aux partenariats public-privé adoptée par Eurostat en février 2004.

TABLEAU 31: DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données officielles mars 2006						Projection	s BCL printe	mps 2006
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Transferts sociaux	18,2	19,6	20,4	20,9	21,3	21,1	21,0	21,0	20,9
Investissements publics	3,8	4,3	4,8	4,6	4,4	4,6	4,7	4,5	4,4
Dépenses de consommation (1)	10,8	11,1	11,3	11,5	11,6	11,7	11,7	11,6	11,5
Subsides (2)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Autres dépenses	3,7	1,9	3,4	3,6	4,4	4,3	4,4	4,4	4,6
Dépenses totales	38,2	38,6	41,6	42,3	43,4	43,4	43,5	43,2	43,1
Croissance nominale des dépenses totales (%)	6,2	8,8	9,5	8,6	8,0	8,5	7,0	5,7	6,5
Pour mémoire : dépenses programme de stabilité					43,3	43,9	43,3	42,2	41,6

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

Notes : (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 ont été ajustés afin de prendre en compte la réestimation à la hausse du PIB par le STATEC dans la foulée, notamment, du nouveau traitement des SIFIM. En dépit de cet ajustement, ces ratios diffèrent quelque peu des autres ratios. Ces divergences résultent du fait que les données officielles 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.

Le ratio des dépenses se réduirait quelque peu au cours de la période de projection 2006-2008 à la faveur, notamment, de diverses mesures de consolidation présentées par le gouvernement le 2 mai. Comme l'indique l'encadré ci-joint, les deux mesures les plus significatives à cet égard sont d'une part la décision de restreindre le programme d'investissements publics, d'autre part le gel annoncé des traitements et salaires dans la fonction publique⁴⁰. Le ratio de dépenses manifesterait cependant une résilience certaine, sous l'effet d'un certain nombre d'automatismes et en raison du coût additionnel estimé par la BCL du mécanisme de Kyoto⁴¹. En dépit de taux de croissance nominaux des dépenses totales relativement réduits par rapport à l'évolution observée de 2000 à 2005, les ratios afférents demeureraient nettement supérieurs aux ratios issus de la 7^{ème} actualisation du programme de stabilité en 2007 et en 2008, ce qui souligne la nécessité de mesures de consolidation additionnelles sur le versant des dépenses. Comme à l'accoutumée, les projections de la BCL ne prennent en compte que les mesures ayant fait l'objet d'une spécification suffisante. Ainsi, elles n'intègrent pas la décision du gouvernement de limiter la croissance des dépenses de l'Etat central à 4% par an en 2007 et en 2008, qui relève plutôt à ce stade d'intentions. Les conséquences budgétaires potentielles de cet objectif sont mises en évidence ci-dessous.

1.2.9.4 <u>Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale</u>

Les soldes budgétaires des administrations publiques ont subi une dégradation continue de 2001 à 2005, à concurrence de près de 8% du PIB. Alors que de confortables excédents ont été enregistrés jusqu'en 2002, 2004 a vu la survenance d'un déficit significatif, qui s'est encore nettement accru en 2005 tout en demeurant inférieur à la valeur de référence de 3% prévue dans un protocole du Traité sur l'Union européenne. La dégradation budgétaire a affecté les trois sous-secteurs des administrations publiques au cours de la période 2000-2005. Ainsi, l'Etat central a accusé en 2005 un déficit de quelque 3,2% du PIB, alors qu'il avait engrangé un surplus de près de 3% du PIB tant en 2000 qu'en 2001. Les communes accusent également un déficit depuis 2004, qui s'est accru en 2005 sous l'effet d'un fléchissement du transfert en provenance du Fonds communal de dotation financière. Une partie de ce transfert dépend en effet de l'évolution des recettes de TVA, qui a été négativement affectée par les importants remboursements survenus en 2005.

Les projections de la BCL laissent augurer une diminution du déficit des administrations publiques en 2006, du fait de versements exceptionnels au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités et de la perception par l'Etat d'un dividende Arcelor particulièrement élevé. Ces effets disparaîtraient cependant quasi-intégralement en 2007. En conséquence, le solde des administrations publiques ne s'améliorerait que faiblement par rapport à 2006, en dépit de la mise en oeuvre des mesures de consolidation annoncées par le gouvernement le 2 mai. De surcroît, une nouvelle détérioration surviendrait en 2008 à cause des dépenses additionnelles induites par le mécanisme de Kyoto. Au total, l'Etat central serait le principal bénéficiaire des mesures de consolidation. Il n'en présenterait pas moins un déficit nettement supérieur à 2% du PIB tout au long de l'horizon de projection. Le surplus de la sécurité sociale ne progresserait quant à lui que modestement par rapport à 2005, en dépit du relèvement de 1 à 1,4% de la contribution dépendance et de la suspension temporaire de l'indexation aux prix des prestations familiales. L'impact de ces deux mesures serait en effet partiellement neutralisé par la forte hausse tendancielle des transferts sociaux et par la suppression de certains transferts de l'Etat central au régime général de pension (transferts "baby years" et compléments différentiels) à partir de 2007.

Enfin, s'ils demeurent substantiels, les excédents de la sécurité sociale ont fait montre d'une nette inflexion à la baisse à partir de 2002. Ce mouvement a certes pu être enrayé en 2005, à la faveur notamment d'un relèvement à raison de plus de 0,1% du PIB des cotisations sociales pour soins de santé en nature.

⁴⁰ Ce gel ne concernerait que la composante de la progression des traitements et salaires qui découle des accords salariaux dans la fonction publique. Par ailleurs, la modulation de l'indexation des salaires exercera un effet plus réduit sur les dépenses que les deux mesures précitées, car elle n'équivaut pas à un saut d'index en bonne et due forme (son incidence nette dépend intimement de l'évolution des prix du pétrole sur l'horizon de projection).

⁴¹ La prise en compte du coût du mécanisme de Kyoto en 2008 explique l'accroissement du ratio des "Autres dépenses". Ces dépenses additionnelles sont estimées sur la base d'un cours de la tonne de CO₂ égal à 15 euros et d'un écart de 4,3 millions de tonnes entre les objectifs d'émission du Luxembourg d'une part et les émissions effectives d'autre part, ce qui constitue une estimation assez conservatoire. Sous ces hypothèses, le coût additionnel excéderait 0,15% du PIB en 2008.

TABLEAU 32 : SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB)										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
So	ldes eff	ectifs (Cap	acité (+) o	u besoin (-) de finan	cement)				
Données	Pro	ojections B	CL							
Ensemble des administrations publiques	5,9	5,9	2,0	0,2	-1,1	-1,9	-1,4	-1,2	-1,4	
dont Etat central	2,8	2,8	-0,4	-1,6	-2,6	-3,2	-2,7	-2,7	-2,8	
dont communes	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	
dont sécurité sociale	2,6	2,9	2,3	1,8	1,6	1,6	1,5	1,8	1,8	
Programme de stabilité					-1,2	-2,3	-1,8	-1,0	-0,2	
Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques										
Estimation du printemps 2006 de la BCL ⁽¹⁾	5,4	5,5	1,2	0,0	-1,1	-1,8	-1,3	-1,1	-1,4	
Estimation Programme de stabilité ⁽²⁾					-1,0	-2,0	-1,6	-1,1	-0,6	

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

Sources : STATEC, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

Sauf en 2006, les soldes de l'ensemble des administrations publiques demeureraient en retrait des objectifs gouvernementaux présentés dans la 7^{eme} actualisation du programme de stabilité et confirmés dans la déclaration du 2 mai.

Comme indiqué ci-dessus, cette divergence s'explique par l'évolution contrastée des dépenses. Ainsi que l'illustre le graphique ci-joint, les dépenses du seul Etat central au sens large - donc après consolidation avec les fonds spéciaux et certains établissements publics - connaîtraient une progression "spontanée" de respectivement 5,2 et 6,3% en 2007 et en 2008 selon les projections de la BCL basées sur l'hypothèse de "politique inchangée". Or le gouvernement a annoncé que la croissance des dépenses de l'Etat central n'excéderait pas 4% tant en 2007 gu'en 2008. Si cet objectif devait être atteint par le truchement d'une décélération des dépenses propres de l'Etat central au sens large, le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques s'améliorerait à concurrence de respectivement 118 et 240 millions d'euros en 2007 et en 2008 par rapport aux projections de la BCL.

De ce fait, les déficits projetés pourraient être ramenés de 1,2 à 0,9% du PIB en 2007 et de 1,4 à 0,7% en 2008, soit des soldes nettement plus proches des objectifs des autorités, même si un ajustement budgétaire additionnel paraît s'imposer en 2008. Ces résultats mettent en exerque l'importance du respect de l'objectif d'une croissance des dépenses de l'Etat central limitée à 4% par an, qui impliquerait une sensible décélération par rapport à l'évolution observée depuis 1990. Les modalités de la mise en œuvre de cet objectif sont cependant aussi cruciales que l'objectif en tant que tel. Une croissance réduite à 4% du seul fait d'une diminution des transferts à d'autres sous-secteurs des administrations publiques permettrait de respecter nominalement l'objectif des 4%. Il n'en résulterait cependant aucune amélioration de la situation des administrations publiques considérées globalement, puisqu'il s'agirait d'un simple jeu de vases communicants.

²⁾ Soldes apurés calculés en utilisant une méthode de fonction de production Cobb-Douglas avec lissage des composantes par filtre d'Hodrick-Prescott.

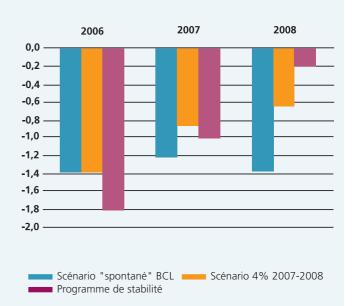
GRAPHIQUE 45 : MISE EN ŒUVRE DE L'OBJECTIF DE PLAFONNEMENT DE LA CROISSANCE DES DÉPENSES DE L'ETAT CENTRAL À 4% EN 2007 ET EN 2008



16.0 14.0 12.0 10,0 8.0 6,0 4.0 2,0 0.0 1991 1993 1995 2003 2005 2007 1997 1999 2001

Scénario "spontané" BCL Scénario 4% 2007-2008

b) Evolution des soldes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentages du PIB)



Note : Scénario 4% = scénario BCL "spontané" amendé afin de ramener la croissance des dépenses totales de l'Etat central à 4%, sous l'hypothèse de transferts de l'Etat central aux autres sous-secteurs strictement inchangés.

Sources : STATEC, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

La 7^{ème} actualisation du programme de stabilité mentionnait également l'objectif budgétaire à moyen terme d'un déficit apuré de la conjoncture - ainsi que des effets "one-off" et autres mesures temporaires - de l'ordre de 0,8% du PIB. Comme l'attestent les soldes budgétaires ajustés des mouvements cycliques calculés par la BCL, cet objectif ne serait pas respecté au cours de l'horizon de projection, pour les raisons identifiées au paragraphe précédent. Au-delà de ces divergences, il importe de s'interroger sur l'objectif budgétaire à moyen terme le plus adapté au cas spécifique de l'économie luxembourgeoise. Du fait de sa taille réduite et de son haut degré d'ouverture, cette dernière est fortement exposée aux aléas de la situation macro-économique internationale. En outre, l'importance relative du secteur financier a pour effet une forte sensibilité des finances publiques à l'évolution des prix des actifs et de la profitabilité des établissements financiers.

Enfin, indépendamment de ces facteurs macro-économiques et financiers, de nombreuses recettes, notamment la TVA, l'impôt sur le revenu des collectivités et les recettes UEBL, sont extrêmement volatiles, comme l'attestent par exemple les substantiels remboursements de TVA survenus en 2005. Enfin, les statistiques de finances publiques sont fréquemment révisées du fait des caractéristiques spécifiques de l'économie luxembourgeoise. Le risque de dépassement de la valeur de référence de 3% est de ce fait plus important que dans la quasi-intégralité des autres Etats de l'Union européenne, ce qui contraint le Luxembourg à prévoir une marge de sécurité budgétaire nettement plus ample qu'à l'étranger, idéalement en convergeant vers un surplus structurel.

Au demeurant, seul un tel surplus serait compatible avec le maintien d'une situation patrimoniale favorable. Les avoirs financiers des administrations publiques tendent désormais à s'étioler du fait des substantiels déficits de l'Etat central. En l'absence d'impulsions nouvelles, les réserves des fonds spéciaux vont s'épuiser et/ou une hausse sensible de la dette publique va survenir au cours des prochaines années. Les réserves de pension sont certes importantes en niveau absolu, puisqu'elles représentaient environ 25% du PIB à la fin de 2005. Cependant, ces réserves sont de loin insuffisantes pour assurer la soutenabilité à terme du régime général de pension, comme l'atteste l'encadré ci-joint.

De surcroît, seule une situation budgétaire solide permettrait de poursuivre avec succès les objectifs identifiés dans la déclaration du 2 mai, à savoir notamment le renforcement de la capacité de recherche-développement et du système d'éducation, un accès plus aisé au logement, un plus large recours aux transports en commun, une politique environnementale et énergétique responsable ou encore une amélioration des capacités d'accueil de jour d'enfants.

Réflexions sur la possible instauration de mécanismes de capitalisation : application au régime général de pension luxembourgeois

1. Les perspectives budgétaires du régime général sur un horizon de long terme

Un récent rapport préparé par le Comité de Politique Economique et par la Commission européenne met en exergue la forte augmentation attendue des dépenses de pension au Luxembourg, qui s'accroîtraient de plus de 7% du PIB de 2004 à 2050, soit la plus forte progression de l'Union européenne après le Portugal et Chypre. Comme l'indiquent de récentes projections de l'IGSS, le régime général de pension du Luxembourg est d'ailleurs susceptible d'enregistrer d'importants déficits dès 2020, alors qu'il dégage pour l'instant de substantiels excédents. Sous l'hypothèse d'une croissance du PIB réel égale à 3% par an à partir de 2030, les réserves du régime général laisseraient la place à une dette substantielle, qui atteindrait quelque 49% du PIB en 2050. Un scénario alternatif, où la croissance serait limitée à 2,2% par an, donnerait lieu à une évolution encore plus préoccupante. Dans ce dernier cas, l'endettement du régime général de pension se monterait en effet à 151% du PIB en 2050 selon l'IGSS. Comme l'indique le graphique ci-dessous, les projections actualisées de la BCL, qui reposent sur les hypothèses synthétisées au tableau suivant, livrent des résultats similaires vers 2050. De surcroît, la prise en compte par la BCL d'un horizon de projection plus long, qui permet d'incorporer l'ensemble du cycle de vie des nombreux frontaliers qui ont rejoint la population active du Luxembourg depuis le début des années quatre-vingt-dix, met en relief une accélération de la détérioration budgétaire au cours des années ultérieures à 2050. La détérioration budgétaire serait imputable dans une large mesure à l'arrivée à l'ârge de la pension d'importants contingents de frontaliers et de résidents étrangers. Selon le rapport annuel 2004 de l'IGSS, les frontaliers ne représentaient que 17,6% des prestations en 2004, ce qui est nettement inférieur à leur part dans les cotisations - soit plus de 30%. Ce décalage donne lieu à un excédent certes substantiel, mais qui est nécessairement appelé à s'étioler. Même une croissance du PIB de 4% par an ne permettrait pas d'assurer la soutenabilité à terme du régime général de pension. En outre un tel scénario présuppose un accroissement peu réaliste du nombre de frontaliers, qui dépasserait le million à la fin de l'horizon de projection.

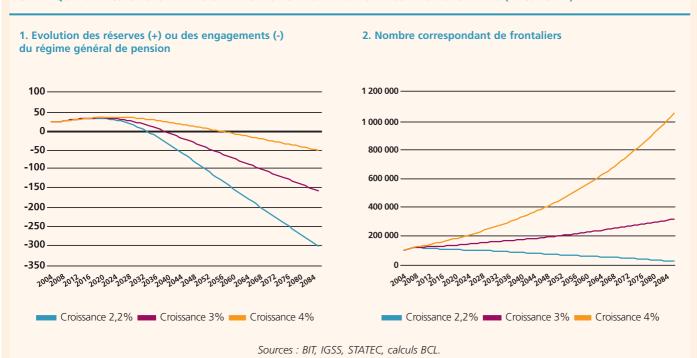
TABLEAU 33: HYPOTHÈSES DE BASE DES PROJECTIONS DE PENSION ACTUALISÉES DE LA BCL

	Inflation	Croissance du PIB	Salaires réels	Productivité du travail							
2004-2007		Projections d'automne 2005 de la BCL (1)									
2008-2085	1,9%	3,0%	2,0%	2,0%							
Natalité	Fertilité cor	Fertilité constante au niveau atteint en 2004									
Mortalité	Hypothèse	semblable à celle retenue	par le BIT dans son	étude de 2000							
Immigration	4 000 imm	igrants par an de 2008 à	2085								
Frontaliers	Dépend du	taux de croissance postu	lé (variable résiduelle	e)							
Taux de participation au marché du travail	représenter	Augmentation graduelle pour les femmes et stabilité pour les hommes. Les femmes représenteraient par conséquent 45% de la population assurée en 2085, au lieu de 39% en 2004. Par hypothèse, le taux de chômage des résidents serait constant.									

⁽¹⁾ Les simulations décrites ci-joint ont été effectuées avant la finalisation des projections de printemps 2006 de la BCL. Sur un horizon de long terme, l'inclusion de ces projections ne modifierait cependant les résultats commentés ci-dessous que de façon marginale.

Dans un ouvrage publié en 2004, Franco Modigliani et Arun Muralidhar (2004) affirment que de nombreux problèmes inhérents aux systèmes de pension par répartition pourraient être palliés, voire même éradiqués grâce à la mise en place de mécanismes de capitalisation sous lesquels les droits de pension futurs des contributeurs sont connus (defined benefits). Le présent encadré évalue la pertinence d'une telle proposition dans le cas spécifique du Luxembourg. Par souci de simplicité, il est supposé que la proposition de Modigliani et Muralidhar serait appliquée à l'ensemble du régime général de pension. Or les auteurs eux-mêmes considèrent que dans certains cas, une capitalisation partielle pourrait se justifier.





2. Mise en œuvre dans le cadre luxembourgeois des propositions de Modigliani et Muralidhar

Dans un premier stade, la BCL a simulé "à politique inchangée par ailleurs" la mise en œuvre graduelle des propositions de Modigliani et Muralidhar, à savoir la transition d'un régime de pension régi par la répartition à un système fonctionnant sous l'égide d'un fonds public (le "Fonds" dans la suite de l'encadré), dont les avoirs pourraient être gérés avec le concours de sociétés privées. A l'instar du présent régime, ce Fonds payerait des pensions selon le principe des *defined benefits*, qui serait compatible avec la formule de calcul des pensions actuellement en vigueur au Luxembourg. Un système de *swap* entre le Fonds et l'Etat permettrait de garantir à tout moment le respect des engagements *defined benefits*, même en cas de fléchissement imprévu du rendement des réserves. En vertu de ce swap, l'Etat effectuerait un transfert spécifique en faveur du Fonds en cas de rendement inférieur à un taux de référence donné, tandis qu'un transfert en sens inverse surviendrait lorsque le rendement excéderait ce seuil. Par hypothèse, la réforme serait mise en œuvre dès décembre 2007. A cette date, les réserves du régime général seraient dans leur intégralité transférées au Fonds. Les prestations de pension feraient également l'objet d'un transfert au Fonds, qui s'effectuerait cependant de manière très graduelle. Les pensions payées à un affilié ne seraient en effet prises en charge par le Fonds qu'au prorata des cotisations payées par cet affilié à partir de la mise en œuvre de la réforme. Les autres prestations dont cet affilié bénéficie seraient toujours régies par le régime général de répartition.

A titre d'exemple, un affilié ayant effectué l'intégralité de sa carrière avant la mise en œuvre de la réforme resterait à charge du régime de répartition pendant l'intégralité de sa période de pension, même après 2008. En revanche, un affilié qui aurait versé des cotisations pendant 30 ans au 31 décembre 2007 et qui presterait 10 années de travail additionnelles après cette date verrait un quart de ses pensions futures prises en charge par le Fonds, les trois-quarts restants demeurant à charge du régime général de répartition. Il convient de noter que le mécanisme de transfert revêtirait avant tout une dimension institutionnelle. Il n'affecterait pas les affiliés qui, par convention, bénéficieraient tous du même système de calcul des pensions, quel que soit par ailleurs l'organisme payeur (Fonds ou régime classique).

Comme l'indique la colonne 6 du tableau ci-joint, qui illustre la mise en œuvre au Luxembourg de la proposition de Modigliani et Muralidhar conditionnellement à une croissance économique de 3% par an sur la période 2008-2085, ce mécanisme de transfert des prestations donnerait lieu à une transition assez graduelle. Seule une petite moitié des pensions du régime général serait prise en charge par le Fonds en 2030 et la proportion transférée au Fonds n'excéderait 90% qu'après 2050. La transition serait cependant plus rapide que dans les scénarios élaborés pour les Etats-Unis par Modigliani et Muralidhar, car la durée de la carrière est fréquemment inférieure à 40 ans au Luxembourg. L'intégralité des prestations de pension serait transférée au Fonds à la fin de la période de projection. Les pensions (et les dépenses afférentes, notamment de nature administrative) atteindraient alors 36,4% de la masse contributive, contre 20,5% en 2008. Cette proportion, nommée "ratio de dépenses" dans le reste de l'encadré, reflète notamment l'incidence de l'arrivée à l'âge de la pension d'importants contingents de travailleurs frontaliers et étrangers. L'évolution du ratio, qui figure à la colonne 7 du tableau, est directement extraite des projections budgétaires illustrées au graphique 46.

TABLEAU 34 : APPLICATION DE LA PROPOSITION MODIGLIANI-MURALIDHAR AU LUXEMBOURG : TRANSFERT IMMÉDIAT DES RÉSERVES, TRANSFERT GRADUEL DES DÉPENSES AU FONDS, CROISSANCE DU PIB DE 3% PAR AN EN VOLUME, RATIO DE DÉPENSES COMPATIBLE AVEC LES PROJECTIONS DE PENSION DE LA BCL ET RENDEMENT RÉEL DES RÉSERVES ÉGAL À 4,4% (EN POURCENTAGES DU REVENU CONTRIBUTIF, SAUF MENTIONS CONTRAIRES)

	Contributions versées au Fonds	Revenus de la propriété du Fonds	Pensions à charge du Fonds	Solde budgétaire du Fonds	Réserves du Fonds	% de pensions transférées au Fonds	Ratio de dépenses	dont coût des pensions de répartition	Financement requis total	Coût de transition
	1.	2.	3. =6.*7.	4.=1.+23.	5.	6.	7.	8.	9.=1.+8.	10.=97.
2008	23,2	4,0	0,0	27,2	90,2	0,2	20,5	20,5	43,6	23,1
2009	23,2	5,5	0,1	28,5	114,1	0,6	20,7	20,6	43,8	23,0
2010	23,2	7,0	0,3	29,9	138,3	1,2	20,6	20,3	43,5	22,9
2011	23,2	8,4	0,4	31,2	162,6	2,1	21,2	20,7	43,9	22,7
2012	23,2	9,9	0,6	32,4	187,2	3,1	21,0	20,4	43,6	22,5
2013	23,2	11,4	0,9	33,7	211,8	4,3	21,7	20,8	43,9	22,2
2014	23,2	12,9	1,2	34,9	236,5	5,7	21,6	20,3	43,5	21,9
2015	23,2	14,5	1,6	36,0	261,2	7,2	22,3	20,7	43,8	21,6
2016	23,2	16,0	2,0	37,2	286,0	8,9	22,1	20,2	43,3	21,2
2017	23,2	17,5	2,4	38,2	310,6	10,7	22,9	20,4	43,6	20,7
2018	23,2	19,0	2,9	39,3	335,3	12,6	22,8	19,9	43,1	20,3
2019	23,2	20,5	3,5	40,2	359,7	14,7	23,6	20,1	43,3	19,7
2020	23,2	22,0	4,0	41,2	384,0	17,0	23,6	19,6	42,7	19,1
2025	23,2	29,3	7,9	44,5	500,5	29,9	26,6	18,6	41,8	15,2
2030	23,2	35,8	12,3	46,6	604,1	42,8	28,8	16,4	39,6	10,8
2035	23,2	41,3	17,2	47,2	690,2	54,8	31,4	14,2	37,3	5,9

TABLEAU 34: SUITE

	Contributions versées au Fonds	Revenus de la propriété du Fonds	Pensions à charge du Fonds	Solde budgétaire du Fonds	Réserves du Fonds	% de pensions transférées au Fonds	Ratio de dépenses	dont coût des pensions de répartition	Financement requis total	Coût de transition
	1.	2.	3. =6.*7.	4.=1.+23.	5.	6.	7.	8.	9.=1.+8.	10.=97.
2040	23,2	45,5	21,2	47,6	757,0	65,9	32,1	10,9	34,1	2,0
2045	23,2	48,8	25,4	46,6	806,8	76,1	33,4	8,0	31,2	0,0
2050	23,2	51,2	28,0	46,4	844,4	84,3	33,2	5,2	28,4	0,0
2055	23,2	53,1	31,0	45,2	871,6	90,8	34,2	3,2	26,3	0,0
2060	23,2	54,3	32,2	45,2	890,6	95,2	33,8	1,6	24,8	0,0
2065	23,2	55,1	34,0	44,3	902,4	97,8	34,7	0,8	23,9	0,0
2070	23,2	55,6	34,0	44,8	911,2	99,0	34,4	0,3	23,5	0,0
2075	23,2	56,1	35,3	43,9	917,3	99,5	35,5	0,2	23,3	0,0
2080	23,2	56,3	35,2	44,3	921,2	99,7	35,3	0,1	23,3	0,0
2081	23,2	56,3	35,9	43,6	921,2	99,7	36,0	0,1	23,3	0,0
2082	23,2	56,4	35,4	44,2	921,9	99,8	35,4	0,1	23,2	0,0
2083	23,2	56,4	36,2	43,4	921,8	99,9	36,2	0,1	23,2	0,0
2084	23,2	56,4	35,6	44,0	922,2	99,9	35,6	0,0	23,2	0,0
2085	23,2	56,4	36,4	43,2	921,9	100,0	36,4	0,0	23,2	0,0

Sources : BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL. Basé sur Modigliani et Muralidhar (2004).

Par hypothèse, le financement par le Fonds des dépenses de pension futures serait assuré par une cotisation constante, calculée en pourcentages de la masse contributive à l'instar de l'actuelle contribution de 24% (soit 3 fois 8% respectivement à charge des employés, des employeurs et de l'Etat). Ce taux constant, repris à la première colonne du tableau 34, serait calibré afin de permettre au Fonds d'atteindre à la fin de la période de projection le niveau d'actifs compatible avec le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle sur un horizon infini, le tout sous l'hypothèse implicite d'une stabilisation du rapport prestations/masse contributive après l'horizon de projection. Le respect de cette contrainte intertemporelle est strictement équivalent à un critère alternatif, qui revient à choisir le niveau de cotisation compatible avec la stabilisation des ratios de soldes budgétaires et d'actifs à la fin de la période de projection (convergence vers un équilibre de *steady state*). Ces critères permettent de conférer un contenu précis à la notion de soutenabilité à terme. Leur respect prémunit le régime de pension d'un double écueil, à savoir un niveau d'actifs nets ne permettant pas de couvrir les prestations de pension futures à la fin de la période de projection ou un déclin de ces actifs à la fin de ce même horizon, qui révèlerait l'instabilité de l'équilibre.

Dans le cas luxembourgeois et pour autant que la croissance du PIB atteigne 3% de 2008 à 2085, le taux de cotisation compatible avec les critères de soutenabilité précités s'établirait à un peu plus de 23% de la masse contributive. Ce taux postule notamment un taux réel de rendement des actifs du Fonds de l'ordre de 4,4% par an, le portefeuille du Fonds étant par hypothèse composé de 35% d'actions et de 65% d'obligations. Si un tel rendement peut a priori sembler élevé, il paraît raisonnable à l'aune de l'évolution des marchés financiers au cours des 20 ou 30 dernières années ou de l'expérience de divers fonds étrangers, par exemple le *Government Pension Fund* en Norvège.

En outre, le taux de 4,4% est inférieur d'environ 1% au taux postulé par Modigliani et Muralidhar dans leurs propres simulations, relatives aux Etats-Unis. Enfin, une analyse de sensibilité démontre que la convergence vers l'équilibre de long terme ne serait pas remise en cause si le taux de rendement réel de référence était ramené à 3,4% par an. Il s'ensuivrait naturellement un taux de financement requis plus élevé, de l'ordre de 28% tout au long de la période de simulation. Ce dernier taux demeurerait cependant nettement inférieur au taux de cotisation requis en l'absence de réforme, qui pourrait atteindre voire même excéder 40% des revenus contributifs au cours de l'horizon de projection. La même analyse de sensibilité révèle que le taux de cotisation requis pourrait être ramené à 17% de la masse contributive vers la fin de l'horizon de projection en cas de rendement réel égal à 5,4%, soit le taux considéré dans le cas des Etats-Unis par Modigliani et Muralidhar. L'adoption par la Chambre des Députés en 2004 d'une loi visant à assurer une plus grande diversification de la réserve de compensation du régime général de pension est de nature à induire un rendement accru de la réserve de compensation. Un tel objectif revêt une considérable importance au Luxembourg en raison du niveau absolu de cette réserve.

En début de période, le financement des pensions requis par le mécanisme de transition (voir la colonne 9 du tableau) serait élevé, car à la contribution constante de 23,2% s'ajouterait le coût des "pensions de répartition" (voir la colonne 8 du tableau), à savoir les pensions qui n'ont pas encore fait l'objet d'un transfert au Fonds et sont de ce fait toujours financées par le truchement du régime général. Le "coût de transition" correspondant, dont il est fréquemment question dans la littérature sur les systèmes de capitalisation, permettrait cependant d'amorcer un cercle vertueux. Il en résulterait en effet l'accumulation d'importants excédents dès le début de la période de transition. La sédimentation de ces surplus induirait une montée en puissance des réserves, avec à la clef de substantiels revenus du patrimoine (voir la colonne 2). Ces derniers renforceraient à leur tour l'accumulation initiale d'actifs. La transition vers l'équilibre de "steady state" serait alors assurée, du moins sous les hypothèses précitées. Les surplus du régime de pension dépasseraient 40% des revenus contributifs - soit 16% du PIB - dès 2020, tandis que le ratio de réserves d'équilibre excéderait 400% du PIB. Les perspectives budgétaires du régime de pension et au-delà de l'ensemble des administrations publiques luxembourgeoises seraient bien évidemment des plus favorables dans de telles conditions.

Cet équilibre paraît cependant peu réaliste, pour deux raisons. En premier lieu, il postule une considérable ponction financière en début de période. Du fait de l'importance du coût de transition, les ressources devant être mobilisées afin d'assurer le financement des pensions du secteur privé devraient atteindre près de 44% de la masse contributive dès 2008, à comparer avec un taux de cotisation actuellement égal à 24%. Le surcoût de près de 20% de la masse contributive - soit de 8% du PIB - pourrait certes être financé par d'autres biais que les seules cotisations. Au total, il semble cependant constituer un obstacle rédhibitoire à la mise en place d'un régime de capitalisation, du moins à politique inchangée. En second lieu, le mécanisme proposé donnerait lieu à des réserves certes disproportionnées, mais dont le niveau élevé refléterait l'importance des déficits primaires en fin de période. En vertu de la contrainte budgétaire intertemporelle, les actifs de fin de période doivent en effet être égaux à la valeur actualisée des déficits primaires futurs. En d'autres termes, les actifs présents doivent couvrir les dépenses futures. Or les déficits seraient de l'ordre de 13% des revenus contributifs - soit 36% (le ratio de dépenses) moins 23% (le taux constant de contributions canalisées vers le Fonds) - à la fin de l'horizon de simulation et, par hypothèse et pour les besoins de l'actualisation, au-delà de cet horizon. Dans de telles conditions, seul un niveau de réserves très élevé permettrait de garantir le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle.

3. Deux aménagements : plafonnement du financement et suspension temporaire de l'ajustement aux salaires réels

Un cheminement plus réaliste vers la capitalisation est présenté au tableau ci-après, qui intègre deux aménagements d'importance. En premier lieu, le transfert de recettes au Fonds ne serait pas d'emblée fixé au niveau du taux constant de cotisation, comme l'illustre la première colonne du tableau. Il serait choisi de telle manière que le taux global de financement requis (cotisations Fonds + coût résiduel des pensions de répartition ; voir la colonne 9) demeure inférieur à un plafond donné. Par hypothèse, ce plafond serait fixé à 26% de la masse contributive en 2008 et il augmenterait graduellement par la suite pour atteindre 27% en 2012. En dépit de cet amoindrissement des recettes initiales du Fonds, ce dernier serait à tout moment en mesure de financer ses dépenses de pension (voir la colonne 3), ces dernières n'étant de toute manière transférée au Fonds que de façon graduelle.

En second lieu, l'importante progression du ratio de dépenses serait quelque peu endiguée. Il est en effet supposé que l'ajustement des pensions aux salaires réels, qui a lieu tous les deux ans au Luxembourg, serait suspendu de 2007 à 2017. Il en résulterait une nette diminution du ratio de dépenses (19,6% en 2020, contre 23,6% dans le scénario du tableau 34), sans diminution du pouvoir d'achat des pensions. Le taux de remplacement du salaire par la pension en serait bien évidemment affecté, mais ce taux est élevé au Luxembourg pour une carrière complète, comme l'atteste une récente étude de l'OCDE (2005).

TABLEAU 35 : APPLICATION DE LA PROPOSITION MODIGLIANI-MURALIDHAR AU LUXEMBOURG :
TABLEAU 34 AVEC PLAFONNEMENT DU FINANCEMENT REQUIS ET SUSPENSION DE L'AJUSTEMENT AUX SALAIRES RÉELS
DE 2007 À 2017 (EN POURCENTAGES DU REVENU CONTRIBUTIF, SAUF MENTIONS CONTRAIRES)

	Contributions versées au Fonds	Revenus de la propriété du Fonds	Pensions à charge du Fonds	Solde budgétaire du Fonds	Réserves du Fonds	% de pensions transférées au Fonds	Ratio de dépenses	dont coût des pensions de répartition	Financement requis total	
	1.	2.	3. =6.*7.	4.=1.+23.	5.	6.	7.	8.	9.=1.+8.	10.=97.
2008	5,8	4,1	0,0	9,8	73,1	0,2	20,2	20,2	26,0	5,8
2009	6,4	4,5	0,1	10,7	80,1	0,6	20,0	19,9	26,3	6,3
2010	6,9	4,9	0,2	11,5	87,6	87,6 1,2 19,9 19,6 26,5		26,5	6,6	
2011	7,4	5,3	0,4	12,3	95,6	2,1	19,7	19,3	26,7	7,0
2012	8,0	5,8	0,6	13,2	104,2	3,1	19,6	19,0	27,0	7,4
2013	8,3	6,4	0,8	13,9	113,0	4,3	19,5	18,6	27,0	7,5
2014	8,7	6,9	1,1	14,5	122,1	5,7	19,4	18,3	27,0	7,6
2015	9,1	7,5	1,4	15,2	131,5	7,2	19,3	17,9	27,0	7,7
2016	9,6	8,0	1,7	15,9	141,1	8,9	19,2	17,5	27,0	7,9
2017	9,9	8,6	2,0	16,5	151,0	10,7	19,1	17,0	27,0	7,9
2018	10,4	9,2	2,4	17,2	161,1	12,6	19,0	9,0 16,6		8,0
2019	10,2	9,9	2,9	17,2	170,6	14,7	19,7	16,8	27,0	7,3
2020	10,7	10,4	3,3	17,8	180,4	17,0	19,6	16,3	27,0	7,4
2025	11,5	13,3	6,6	18,2	224,9	29,9	22,1	15,5	27,0	4,9
2030	13,3	15,6	10,2	18,7	261,8	42,8	23,9	13,7	27,0	3,1
2035	15,2	17,5	14,3	18,4	290,5	54,8	26,1	11,8	27,0	0,9
2040	18,0	18,9	17,6	19,3	313,7	65,9	26,6	9,1	27,0	0,4
2045	20,4	20,2	21,0	19,6	334,3	76,1	27,7	6,6	27,0	0,0
2050	22,7	21,5	23,2	21,0	355,1	84,3	27,5	4,3	27,0	0,0
2055	24,0	22,8	25,7	21,0	375,4	90,8	28,3	2,6	26,6	0,0
2060	24,0	23,7	26,6	21,1	390,7	95,2	28,0	1,3	25,3	0,0
2065	24,0	24,4	28,1	20,3	400,3	97,8	28,7	0,6	24,6	0,0
2070	24,0	24,8	28,2	20,6	407,5	99,0	28,4	0,3	24,2	0,0
2075	24,0	25,2	29,2	19,9	412,2	99,5	29,4	0,2	24,1	0,0
2080	24,0	25,4	29,1	20,2	415,3	99,7	29,2	0,1	24,1	0,0
2081	24,0	25,4	29,7	19,6	415,3	99,7	29,8	0,1	24,0	0,0
2082	24,0	25,4	29,2	20,1	415,8	99,8	29,3	0,1	24,0	0,0
2083	24,0	25,4	29,9	19,5	415,7	99,9	29,9	0,0	24,0	0,0
2084	24,0	25,4	29,4	20,0	416,0	99,9	29,4	0,0	24,0	0,0
2085	24,0	25,4	30,1	19,4	415,7	100,0	30,1	0,0	24,0	0,0

Sources : BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL. Basé sur Modigliani et Muralidhar (2004).

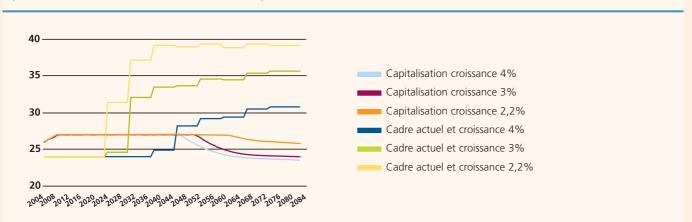
La conjonction des deux aménagements précités permettrait d'amoindrir considérablement les inconvénients du processus de transition illustré au tableau 34. La progression de 24% (le taux de cotisation actuel) à 26, puis 27% de la masse contributive ne paraît nullement hors de portée, d'autant que ces 2 et 3% de financement additionnel ne représenteraient que 0,8 et 1,2% du PIB, respectivement. Ces montants sont d'ailleurs du même ordre de grandeur que le transfert additionnel de l'Etat central au régime de pension qu'a envisagé le FMI à l'occasion de sa récente mission de consultation au titre de l'Article IV au Luxembourg (voir IMF (2006)). En outre, ces ressources supplémentaires pourraient être collectées à travers la mise en œuvre de différentes mesures ponctuelles. Le choix et le dosage de ces mesures (hausse des contributions de pension, transferts additionnels de l'Etat central, financement alternatif, etc.) est bien entendu du seul ressort des autorités.

En dépit du caractère plus graduel de la transition et grâce aux mesures de consolidation additionnelles, le processus de transition s'apparenterait à un cercle vertueux (voir tableau 35). L'équilibre de long terme serait bel et bien atteint à la fin de la période de transition, avec à la clef des résultats budgétaires favorables. Le Fonds enregistrerait en effet des excédents de l'ordre de 8% du PIB, tandis que les réserves se stabiliseraient à 160% du PIB. La soutenabilité à terme du système de pension serait assurée, du moins en l'absence de chocs négatifs. De surcroît, ces résultats budgétaires exceptionnels viendraient conforter les finances publiques de l'ensemble des administrations publiques, ce qui concourrait à préserver le Luxembourg d'une violation de la norme de référence de 3% de déficits. Cette situation serait évidemment de nature à grandement renforcer la stabilité de l'économie luxembourgeoise.

4. Un avantage décisif du cheminement vers la capitalisation : une moindre sensibilité aux inflexions de la croissance du PIB

Le mécanisme de transition illustré au tableau 35 permettrait en outre de protéger le système de pension des conséquences d'inflexions de la croissance économique. Cet avantage serait particulièrement bienvenu au Luxembourg, dont la petite taille concourt à exacerber la volatilité des indicateurs macro-économiques. L'évolution du financement requis sous différents scénarios de croissance est présentée au graphique 47 sous deux régimes alternatifs, à savoir un simple alignement sur la règle selon laquelle les réserves ne peuvent être inférieures à 1,5 fois le montant annuel des prestations dans le cadre du régime actuel et d'autre part le mécanisme présenté au tableau. Sous le présent régime, les taux de cotisation subiraient de plein fouet les inflexions de la croissance économique. En revanche, le système de capitalisation proposé par Modigliani et Muralidhar amortirait considérablement les aléas de la croissance économique. Ce résultat s'explique principalement par le fait que le ratio de réserves tend - du moins toutes autres choses égales par ailleurs - à s'améliorer lorsque survient un fléchissement de la progression du dénominateur du ratio, soit la masse contributive. Or par hypothèse cette dernière croît au même rythme que le PIB dans les simulations présentées ci-dessus. Dans de telles circonstances, la réforme recommandée par Modigliani et Muralidhar constitue une assurance contre les chocs de croissance négatifs, qui ne sont nullement à exclure dans une petite économie ouverte.

GRAPHIQUE 47 : ÉVOLUTION DU TAUX DE FINANCEMENT REQUIS SOUS DIFFÉRENTS SCÉNARIOS DE CROISSANCE (EN POURCENTAGES DES REVENUS CONTRIBUTIFS)



Note : il est supposé que le maintien du cadre actuel donnerait lieu à un taux de rendement réel des réserves égal à 2,6% par an, la gestion de portefeuille active du Fonds se traduisant par un rendement réel plus élevé, égal à 4,4%. L'évolution divergente des taux de cotisation illustrée au graphique ne s'explique que marginalement par cette hypothèse.

Sources: BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL.

5. Eléments de conclusion

Le cheminement vers un système de capitalisation defined benefits présenté au tableau 35 présenterait au total de nombreux avantages, notamment une bien moindre vulnérabilité aux inflexions de la croissance économique, la restauration de la soutenabilité financière à long terme du régime général de pension et dans la même foulée une amélioration sensible des perspectives budgétaires des administrations publiques considérées dans leur globalité, avec à la clef un respect bien plus aisé des dispositions du Pacte de Stabilité et de Croissance. A ces avantages macro-économiques s'ajouterait sur un plan plus micro-économique une sécurité financière accrue pour les affiliés du régime, puisque le Fonds aurait précisément pour mission de garantir à tout moment l'équilibre actuariel du système en couvrant les engagements futurs par un niveau approprié de réserves. L'équilibre actuariel nécessiterait d'ailleurs des réserves d'un ordre de grandeur bien supérieur à celui de l'actuelle réserve de compensation, à l'instar de la situation prévalant dans des pays tels que la Norvège (voir le Government Pension Fund) ou les Pays-Bas (voir en particulier le fonds de pension ABP).

Le Luxembourg devrait mettre à profit une fenêtre d'opportunité d'une dizaine d'années, au cours de laquelle le ratio de dépenses devrait demeurer inférieur à l'actuel taux de cotisation, soit 24%. C'est précisément au cours d'une telle période que le Luxembourg est en mesure d'amorcer à un coût supportable le processus de convergence vers un niveau suffisant de réserves. Le coût de financement total n'excède jamais 27% de la masse contributive dans la simulation reprise au tableau, alors que le taux de cotisation est déjà égal à 24% actuellement. La convergence vers l'équilibre actuariel, qui est loin d'être acquis actuellement, nécessiterait certes une suspension limitée dans le temps de l'ajustement des pensions aux salaires réels. Cette mesure ne donnerait cependant nullement lieu à un déclin du pouvoir d'achat des pensions, puisque ces dernières feraient toujours l'objet d'un ajustement au niveau des prix. En outre, elle renforcerait considérablement la sécurité financière du système, tant au niveau macro-économique qu'en ce qui concerne les affiliés individuels. Enfin, si le préfinancement requis est relativement important, le coût de l'attentisme serait quant à lui considérable. Ainsi, la proposition présentée au tableau 35 s'assortirait sous les hypothèses précitées d'un prélèvement sur la masse contributive de l'ordre de 24% en fin de période de simulation, qui serait pratiquement égal au taux de cotisation actuel. Le taux correspondant pourrait atteindre voire même excéder 40% en l'absence de mesures nouvelles, ce qui pénaliserait la compétitivité de l'économie luxembourgeoise et porterait gravement préjudice à l'équité entre les générations.

Références bibliographiques

Bouchet (2006), The Transition from PAYG to Funding: application to the Luxembourg private sector pension system, Cahier d'études n°23, Banque centrale du Luxembourg.

Chambre des employés privés (2002), La réforme des pensions 2002, Dialogue thématique.

Economist Club Luxembourg (2000), L'avenir de nos pensions - Une contribution au débat public.

European Commission (2006), The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050), Report prepared by the Economic Policy Committee and the European Commission, European Economy, Special Report n°1/2006.

IGSS (2006), Bilan technique de la période de couverture 1999-2005.

BRI (2000), Evaluation actuarielle et financière du régime général d'assurance pension du Grand-Duché de Luxembourg, rapport remis au Ministère de la Sécurité Sociale.

IMF (2006), Luxembourg: Selected Issues, rapport préparé à l'occasion de la mission de consultation au titre de l'Article IV au Luxembourg, mai 2006.

Langers, Jean (2005), Potentiel de croissance économique et démographie - Projections 2005-2055, Bulletin du STATEC n°4-2005.

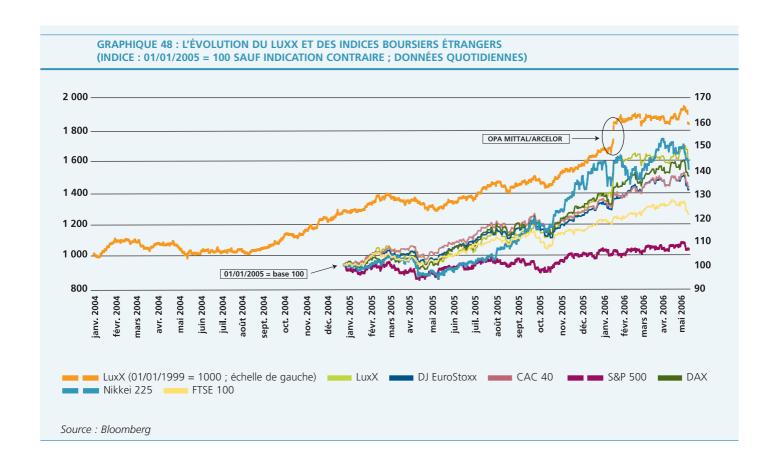
Modigliani, Franco and Muralidhar, Arun (2004), Rethinking Pension Reform, Cambridge University Press.

OECD (2005), Pensions at a Glance - Public Policies across OECD Countries, 2005 edition.

Government Pension Fund (2005), Annual Report 2005.

1.2.10 L'activité boursière au Luxembourg

En 2005, l'indice LuxX a généralement suivi le mouvement des principaux marchés boursiers de la zone euro. Suite à l'offre publique d'achat (OPA) sur le groupe sidérurgique Arcelor par Mittal Steel, l'indice luxembourgeois s'est découplé des principaux indices boursiers en janvier 2006, ce qui lui a permis d'enregistrer une des meilleures performances par rapport aux autres cours. Ce découplage est donc imputable à la forte progression d'une seule valeur de l'indice puisque Arcelor intervient avec un poids de 20% dans le calcul de l'indice luxembourgeois⁴². Le LuxX a progressé de 26,7% entre fin 2004 et fin 2005, clôturant l'année à 1 636,98 points ; l'indice luxembourgeois a ensuite avancé de 8%, pour s'établir à 1 767,01 points le 31 mai 2006.



⁴² Les poids cités datent du 31 décembre 2005.

L'OPA faite par Mittal Steel a porté les actions d'Arcelor de EUR 22,2 à EUR 29 et le LuxX de 1 726,71 à 1 846,61 points en une seule journée ; depuis lors, les actions du groupe sidérurgique ont continué de progresser fortement pour s'établir à EUR 33,05 fin mai 2006. Les autres composantes majeures ont également fortement progressé entre fin 2004 et fin 2005; les actions de SES Global, Fortis et Dexia ont avancé respectivement de 52%, 32% et 16%. En effet, toutes les composantes du LuxX se sont inscrites en hausse en 2005 et, à l'exception des actions de SES Global, lors des premiers mois de l'année en cours. A noter que la composition de l'indice a changé au cours de la période et que le LuxX comprend maintenant 11 composantes : suite au retrait des actions ordinaires et privilégiées de la Kredietbank SA Luxembourgeoise en juillet 2005, la composition de l'indice luxembourgeois a été révisée et inclut dorénavant Fortis (20%), Dexia (16,8%), KBC Group (10,3%) et Audiolux (0,3%). La Banque Degroof Luxembourg S.A. ne figure plus dans l'indice depuis le 15 décembre 2005.

La Commission de la Bourse de Luxembourg a également revu les règles de gestion de l'indice, ce qui a conduit à un remaniement des critères d'éligibilité des sociétés susceptibles de faire partie du LuxX. Dorénavant, l'indice est d'ailleurs de type ouvert, c'est-à-dire que le nombre de composantes potentielles n'est plus limité.

S'agissant du volume des échanges, ce dernier a augmenté de 86,3% au total en 2005, dépassant à nouveau le seuil de deux milliards d'euros. Cette forte progression est principalement attribuable au volume d'échange des obligations qui s'est accru de plus de 230%, se rapprochant ainsi de deux milliards d'euros et donc du total du volume d'échange. Concernant les actions, les OPCs et les warrants, des baisses respectives de 36,2%, 69,3% et 95,0% ont été enregistrées.

On constate ainsi que la segmentation du volume des échanges a changé considérablement par rapport à l'année précédente.

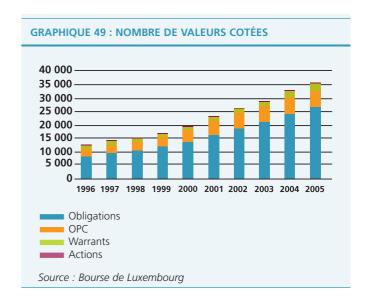
TABLEAU 36 : SEGMENTATION DU VOLUME DES ÉCHANGES

	2002	2003	2004	2005
Obligations	70,03%	47,89%	49,45%	87,84%
Actions	16,70%	29,44%	27,13%	9,30%
OPC	13,24%	16,49%	16,20%	2,67%
Warrants	0,02%	6,18%	7,22%	0,19%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Source : Bourse de Luxembourg

La forte progression du volume d'échange des obligations implique que le segment des obligations représentait en 2005 presque 90% du total du volume des échanges, les autres segments ayant fléchi considérablement.

Pour ce qui est du nombre de valeurs cotées, 9 092 nouvelles admissions ont été comptées comparé à 6 060 retraits au cours de l'année sous revue; au total, la cote de la Bourse de Luxembourg comptait donc 36 054 valeurs à la date du 31 décembre 2005, soit une progression de 9,2% par rapport au 31 décembre 2004.

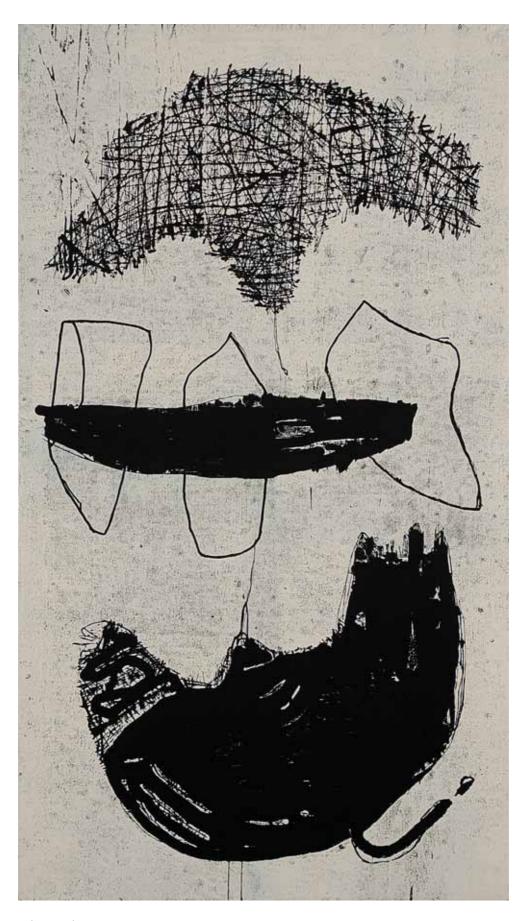


Cette progression fut marquée par une forte croissance de la cotation d'obligations (+10,3%); cependant, les warrants ont progressé de 16,9% en 2005 pour atteindre 2 821 cotations. Les obligations (26 782 cotations) et les OPC (6 172 cotations) demeurent donc les compartiments les plus importants, tandis que les actions représentent toujours moins de 0,8% du total des valeurs cotées, malgré une hausse de 6,9% qui porte le nombre d'actions cotées à 279. Fin 2005, la cote officielle se décomposait comme suit : obligations 74,3%, OPCs 17,1%, warrants 7,8% et actions 0,8%.

Outre les développements repris ci-dessus, il convient de noter qu'un marché alternatif dénommé "Euro MTF" a été lancé par la Bourse de Luxembourg en juillet 2005 suite à l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi concernant les prospectus pour valeurs mobilières. Ce marché est soumis au règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg et non pas aux directives européennes, permettant ainsi aux émetteurs qui y sont cotés de ne pas tomber sous les nouvelles règles en matière d'informations financières à fournir dans un prospectus ou encore en matière d'états financiers à publier. Ce marché alternatif est aussi soumis à la surveillance de la CSSF.

Finalement, comme prévu, le projet nommé *e-file* qui permet d'accomplir dans un environnement virtuel les démarches requises au lancement d'un OPC ou à la cotation d'un titre a été mis en place en 2005.





Artiste : Dani Neumann Titre : Drei Elemente Support : Huile sur toile Format : 180 x 100 cm Collection BCL

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

2.1 Les opérations de la politique monétaire

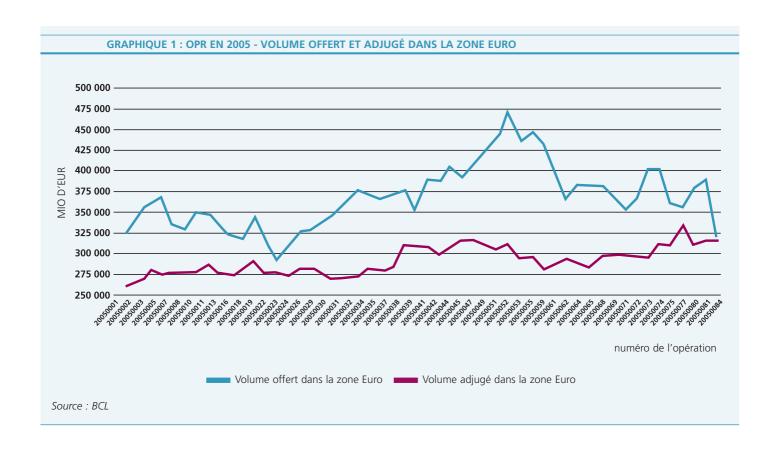
Au Grand-Duché de Luxembourg, la BCL est responsable pour l'exécution de la politique monétaire telle qu'elle est définie par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Les opérations de refinancement réalisées par la BCL sur les marchés (opérations d'open market) consistent en des crédits octroyés par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

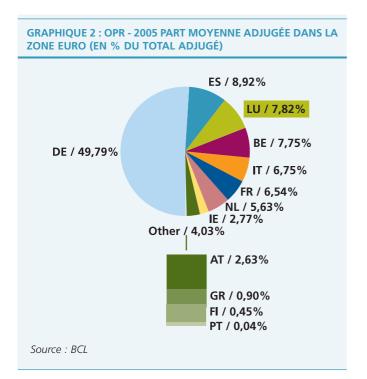
- Les opérations principales de refinancement (OPR)

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



2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

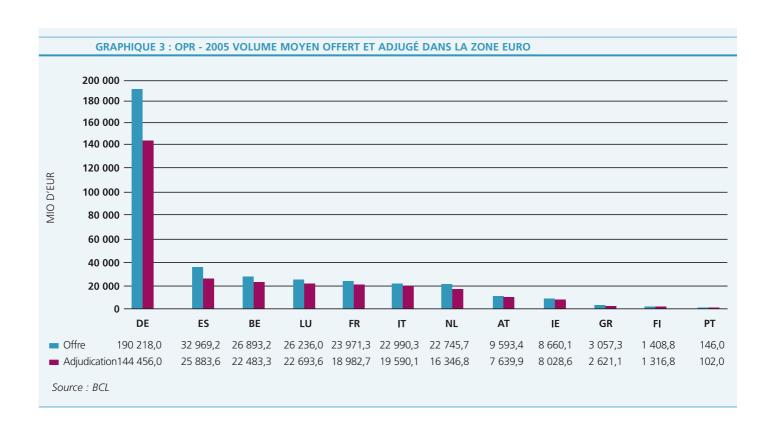
Au niveau des volumes moyens attribués par les opérations OPR, le Luxembourg se positionne à nouveau au troisième rang derrière l'Allemagne et l'Espagne. En moyenne, le Luxembourg obtient 7,8% du volume attribué. Cette position s'est confirmée au cours du premier trimestre de 2006 avec un pourcentage adjugé au Luxembourg de 8,4% en moyenne.



Par rapport à 2004, le pourcentage adjugé au Luxembourg en 2005 a diminué de 8,6% à 7,8%.

En 2005, le nombre moyen de soumissionnaires dans le cadre des OPR au Luxembourg est inchangé par rapport à 2004 avec 20 banques, contre 19 en 2003 et 18 en 2002. Dans la zone euro, le nombre de contreparties participantes a, en moyenne, augmenté de 339 en 2004 à 351 en 2005, inversant ainsi la tendance à la baisse observée entre 1999 et 2003. 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 en 2004.

Au cours du premier trimestre 2006, le nombre moyen de participants aux OPR a augmenté avec une moyenne de 23 banques au Luxembourg et 392 dans la zone euro.

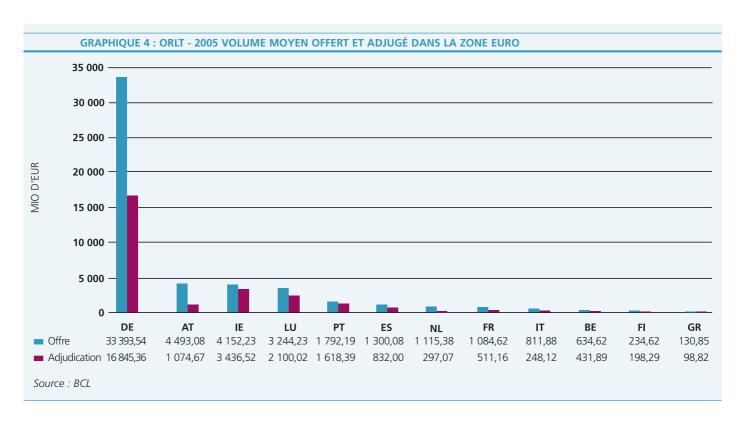


- Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT)

Sur l'ensemble de l'année 2005, le Luxembourg s'est classé troisième en ce qui concerne le montant adjugé dans les ORLT (7,6% du volume attribué en moyenne durant 2005). Au cours du premier trimestre 2006, le pourcentage du volume attribué au Luxembourg est de 5,6%.

Le nombre moyen de contreparties participantes est resté stable au Luxembourg avec 7 banques en 2005, mais a augmenté au cours du premier trimestre 2006 avec une moyenne de 9 banques participantes.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL



En décembre 2005, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de relever en janvier 2006 le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chaque ORLT de 30 à 40 milliards d'euros.

- Opérations de réglage fin

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 régulièrement des opérations de réglage fin le dernier jour de la période de constitution de réserves afin de rétablir des conditions de liquidité neutres. Ainsi huit opérations de réglage fin ont été conduites en 2005 (par rapport à trois en 2004).

Au premier trimestre 2006, la BCE a lancé quatre opérations de réglage fin. De même la BCE a amélioré sa communication avec les contreparties en annonçant souvent d'avance ces opérations et le montant estimé.

Le système des réserves obligatoires

Sur la période s'étalant du 8 décembre 2004 au 17 janvier 2006, le montant moyen des réserves obligatoires détenues par les établissements de crédit sur la place financière luxembourgeoise s'est élevé à 7 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.

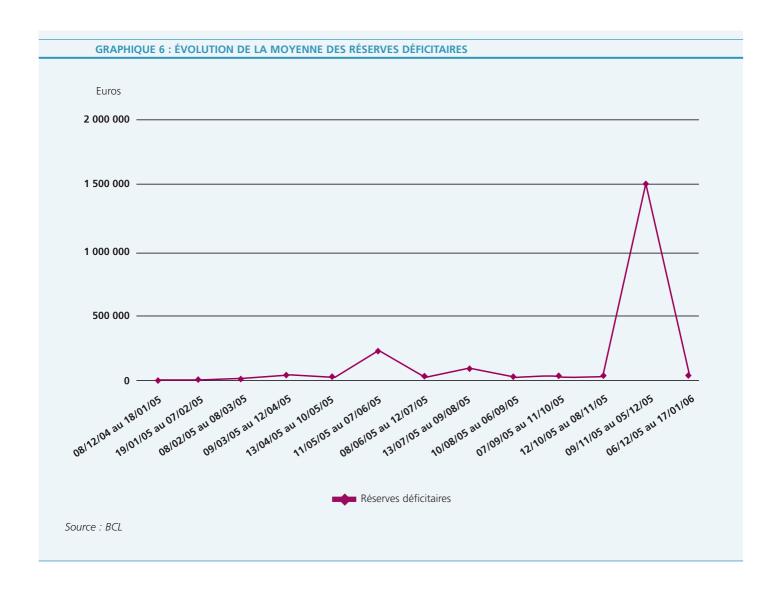
2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

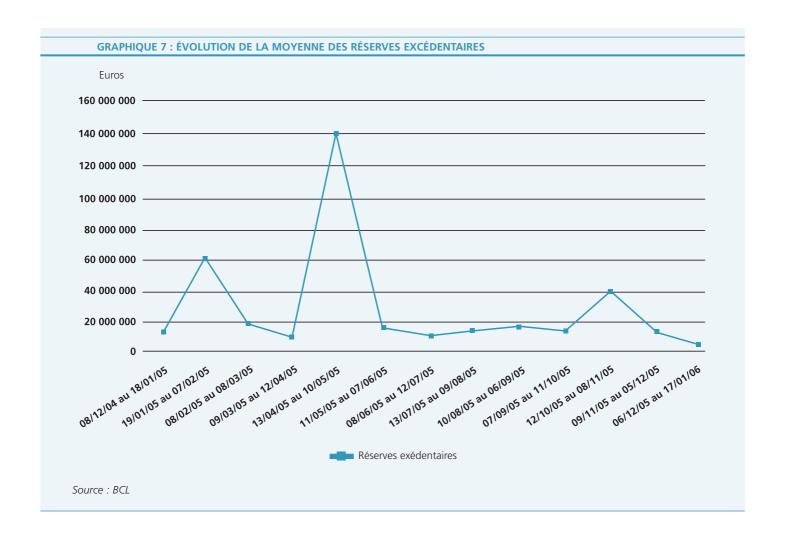
Evolution du taux de rémunération durant l'année 2005

En 2005, le taux de rémunération des réserves obligatoires est passé de 2,07% à 2,29%.

Périodes													06/12/05 17/01/06
Taux (%)	2,07%	2,06%	2,05%	2,05%	2,05%	2,05%	2,05%	2,05%	2,05%	2,06%	2,06%	2,07%	2,29%

Au cours de l'exercice, cinq sanctions ont été prononcées pour non-respect du seuil de réserves obligatoires par les banques au Luxembourg, contre sept en 2004.





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 par 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 1er mai 2004, suite à la révision quinquennale et 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 2005, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) des réserves de la BCE gérées par la BCL représentait 92,4 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 duration modifiée ou le risque de liquidité). La duration 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.

La BCL gère pour le compte de la BCE un portefeuille en USD.

2.3 La gestion des avoirs de la BCL

2.3.1 Structure institutionnelle

La gestion des avoirs repose sur une structure impliquant cinq niveaux d'intervention outre le contrôle des risques :

- 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. 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 (risques 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.

Contrôle des risques

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 Al 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.

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

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 :

- des risques de marché (les taux d'intérêt, les cours de change, les cours des actions, les prix des matières premières);
- des risques de crédit (critères de notations minimales par les agences de notation internationales);
- des 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.

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 portefeuilles : *Investment Portfolio, Liquidity Portfolio, Domestic Reserves Portfolio, Pension Fund Portfolio et Institutional portfolios.*

"Investment Portfolio" (portefeuille 1)

Ce portefeuille est constitué d'actifs (obligations et actions) 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 2005, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) de ce portefeuille représentait 980,5 millions d'euros.

En 2005, une grande partie des fonds a été placée dans des titres obligataires à long terme, étant donné les conditions de marché favorables pour ce genre d'investissement. Néanmoins, la duration 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 2005, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) du *Liquidity Portfolio* représentait 2 821 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. Au 31 décembre 2005, la valeur totale des actifs en devises représentait 125,0 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 1er janvier 2005, la Banque figure au sein de l'Eurosystème comme ESP (Eurosystème Service Providers). Six banques centrales de l'Eurosystème offrent une panoplie de services de gestion des réserves en euros à des clients institutionnels (banques centrales, autorités publiques, organisations internationales) dans un nouveau cadre de services standardisés défini par la BCE.

TADIEALI 1	: RÉPARTITION	DEC AVOIDS	A11 21	DÉCEMBRE	2005
IADLEAU I	. REPARTITION	DES AVUIRS	AU SI	DECEIVIDRE	2005

Échéance	Portefeuille 1	Portefeuille 2
0-1 an	45%	81%
1-3 ans	22%	10%
3-7 ans	24%	9%
> 7 ans	9%	0%

2.4 Les billets de banque et la circulation des signes monétaires

Les billets en euros sont produits en fonction des besoins des banques centrales nationales (BCN) participantes, agrégés par la BCE. La production d'une même dénomination est assignée à, au plus, deux BCN. En 2005, la BCL a ainsi assuré la production de 4,8 millions de billets de 500 euros pour ses propres besoins. Suite à un appel d'offres, la production de ces billets a été confiée à l'imprimerie spécialisée *Oesterreichische Banknoten- und Sicherheitsdruck GmbH* établie à Vienne.

En vertu d'un accord conclu avec l'Etat luxembourgeois, la BCL est en charge de la production des pièces luxembourgeoises en euros, outre la mission de la BCL conférée par sa loi organique du 23 décembre 1998 de la mise en circulation desdites pièces. Suite à un appel d'offres, la BCL a chargé la Rahapaja Oy (Monnaie de Finlande) de la production des 45,6 millions de pièces nécessaires à ses besoins pour 2005. A la fin septembre 2005, la BCL a, suite à un nouvel appel d'offres, signé un contrat avec la Monnaie de Finlande pour la production de 31,3 millions de pièces luxembourgeoises en euro millésimées 2006 afin de couvrir les besoins des acteurs économiques en pièces au cours de 2006.

2.4.1 L'évolution de la circulation des signes monétaires

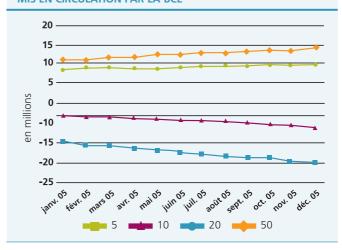
2.4.1.1 Les signes monétaires en euros

Le volume de signes monétaires en euros mis en circulation par la BCL excède pour certaines dénominations 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 2005 s'élève à 20,88 millions de billets, contre 23,22 millions de billets en 2004, soit une régression de 10,1%. Le volume des billets de 10 et 20 euros remis à la BCL excède celui des billets émis. 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.

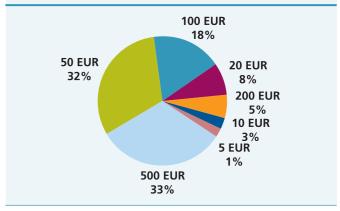
Le graphique ci-après illustre cette différence de tendance dans l'évolution du volume des dénominations utilisées principalement dans les transactions courantes :

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 0,93% à la fin 2004 à 1,10% en décembre 2005. Au Luxembourg et dans la zone euro, tout comme en 2004, l'année 2005 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 12,76% pour atteindre 565,22 milliards d'euros à la fin 2005 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'EUROSYSTÈME SELON LES DÉNOMINATIONS

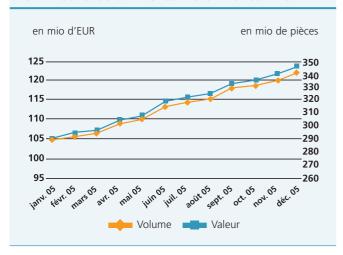


2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Les pièces luxembourgeoises en euros ont également continué à faire l'objet d'une forte demande de la part du public. La valeur totale des pièces luxembourgeoises mises en circulation a connu une croissance de 19,1% en 2005, contre 27,5% en 2004. Elle est passée de 103,65 millions d'euros à 123,41 millions d'euros. Le volume de pièces mises en circulation au cours de 2005 a augmenté de 54,57 millions de pièces (plus de 260 tonnes de métal), affichant ainsi une croissance de 19,2%, pour atteindre un total de 338,14 millions de pièces luxembourgeoises en circulation à la fin 2005. Ce volume représente un poids total de 1 639 tonnes de pièces métalliques, soit 3,6 kg, ou quelques 735 pièces pour une valeur de 268 euros, par habitant au Luxembourg. Comme au courant des années précédentes, les pièces luxembourgeoises en euros ont fait l'objet d'une forte demande des collectionneurs.

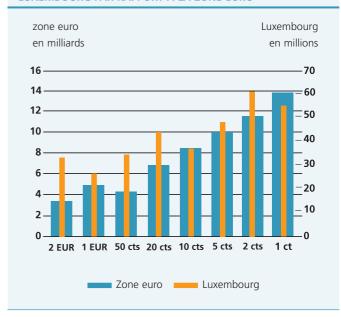
Le volume moyen mensuel de pièces en circulation s'est élevé à 312,43 millions. Le graphique ci-après montre l'évolution du volume et de la valeur des pièces luxembourgeoises en euros en circulation en 2005. La demande de pièces luxembourgeoises n'a cessé de croître régulièrement au cours de l'année sous revue.





Au sein de la zone euro, le Luxembourg a pu augmenter sa contribution au nombre total de pièces mises en circulation par les Etats membres participants de 0,50% en 2004 à 0,54% en 2005, tandis qu'il contribue pour 0,74% 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 36,5 cents, contre 26,4 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.

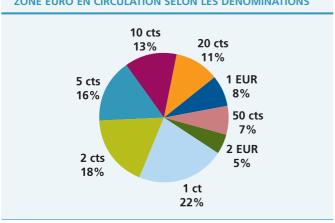
GRAPHIQUE 11: COMPARAISON DU VOLUME DE LA CIRCULATION DES DIFFÉRENTES DÉNOMINATIONS DE PIÈCES EN EUROS AU LUXEMBOURG PAR RAPPORT À LA ZONE EURO



Concernant les pièces luxembourgeoises, il s'avère que, tout comme les années précédentes, la dénomination de 2 cents reste la plus répandue en 2005. Le classement général en volume est resté inchangé en 2005 comparé à 2004 confirmant que le public a une certaine préférence pour les dénominations dont la valeur faciale commence par 2. Le classement par ordre décroissant en nombre de pièces est le suivant : 2 cents, 1 cent, 5 cents, 20 cents, 10 cents, 50 cents, 2 euros, 1 euro, tandis que le même classement au niveau de la zone euro donne l'image suivante : 1 cent, 2 cents, 5 cents, 10 cents, 20 cents, 1 euro, 50 cents, 2 euros.

La valeur totale des pièces en euros mises en circulation par l'Eurosystème est passée de 15,35 milliards d'euros à la fin 2004 à 16,64 milliards d'euros à la fin 2005, tandis que le volume total s'élève à 62,98 milliards de pièces. Le graphique suivant montre la répartition de ce volume de la zone euro selon les dénominations :

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



2.4.1.2 <u>Les signes monétaires en francs luxembourgeois</u>

En 2005, la valeur globale des signes monétaires en francs luxembourgeois² non présentés à l'échange est passée de 452 millions à 442 millions de francs luxembourgeois, soit une diminution de 2,2%. Cette diminution est exclusivement due au retour des billets en francs, les pièces en francs n'étant plus échangeables après la fin décembre 2004. C'est la circulation du billet de 5 000 francs luxembourgeois qui a diminué le plus fortement, soit de 9,1% tandis que celle du billet de 1 000 francs luxembourgeois diminuait de 2,7% et celle du 100 francs luxembourgeois seulement de 1,1%. Ces chiffres montrent bien que bon nombre de collectionneurs préfèrent les dénominations les moins élevées. La rentrée des billets au cours de 2005 a pris la forme d'une courbe pratiquement linéaire affichant un fléchissement très prononcé en décembre 2005. 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 2001 ET 2005

en LUF

n de période	5 000 LUF	1 000 LUF	100 LUF	Billets LUF retirés à l'étranger	Total
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%
2005	68 750 000	74 651 000	80 670 900	0	224 071 900
variation*	-9,1%	-2,7%	-1,1%		-4,2%

² 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 91,9% entre fin 2001 et fin 2005.

Fin 2005, un volume total de 895 110 billets en francs luxembourgeois et de 63,1 millions de pièces de circulation courante n'ont pas été présentés à l'échange et ce pour un montant global de 408,7 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 en 2005 par les organismes financiers ont approché le nombre de 900, tandis que le versement de billets belges a dépassé 1 600 unités.

Les billets en LUF et BEF continuent d'être échangés aux quichets 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 est resté quasiment constant par rapport à l'année précédente pour atteindre 56,81 millions de billets. Exprimé en nombre d'opérations de versements, tous ces volumes versés par les organismes financiers représentent plus de 1760 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 3 900 opérations effectuées et enregistrées par la Caisse centrale en 2005, soit une régression de 11% par rapport à 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 inaptes à la circulation ainsi que pour des opérations numismatiques. Presque 9 000 opérations y ont été enregistrées en 2005, soit en moyenne 35,5 opérations par jour ouvrable. S'y ajoutent également quelque 200 opérations avec des numismates professionnels, ce qui constitue un domaine d'activité davantage développé par la Banque au cours de 2005. Ainsi, le total du nombre d'opérations effectuées sur billets, pièces ainsi que produits numismatiques et enregistrées par la Caisse centrale de la BCL a dépassé le cap des 14 800 opérations.

Le nombre de billets traités à l'aide des machines de tri a connu une augmentation sensible d'environ 7%, passant de quelque 54,23 millions de billets en 2004 à 57,96 millions de billets traités en 2005. Ces machines de tri effectuent non seulement divers contrôles d'authenticité, mais également des tests de propreté des billets. Toutes dénominations confondues, près de 16,2 millions de billets ont dû être détruits en raison de leur inaptitude à la circulation. Le taux de rejet/destruction a fléchi de 33% en 2004 à 28% du total des billets traités, et ce en raison d'une légère amélioration de la qualité de certaines dénominations (10, 50 et 200 EUR) de billets versés à la BCL. En outre, ce taux montre une forte variation selon les dénominations traitées et varie de 5% pour la dénomination de 5 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

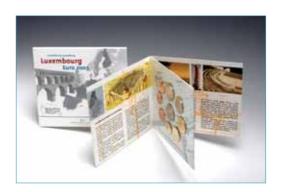
Au Luxembourg, les produits numismatiques suivants ont été mis en circulation en 2005 par la BCL :

Tout comme en 2004, la BCL a saisi l'occasion d'émettre en 2005 une pièce commémorative de 2 euros à face nationale particulière, ce qui a continué à soutenir l'intérêt de la part des collectionneurs pour certains produits numismatiques mis en vente par la BCL. Ainsi, en 2005, le Luxembourg a émis une telle pièce commémorative de 2 euros dont la face nationale présente, outre l'effigie du Grand-Duc Henri, celle du Grand-Duc Adolphe, afin de commémorer le 50e anniversaire du Grand-Duc Henri, le 5e anniversaire de son accession au trône ainsi que le 100e anniversaire du décès du Grand-Duc Adolphe.

- Le "set BU 2005" 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 2005. Le tirage maximal est de 20 000 unités.
- Le "set Benelux 2005" comprend la série 2005 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 50e anniversaire du Parlement du Benelux, constituant le thème de ce set.
- Le "set Proof 2005" 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 Epreuve" et au millésime de l'année 2005. Le tirage est de 1 500 sets.
- La pièce en argent "Conseil de l'Union européenne", émise en janvier 2005 à l'occasion de la présidence luxembourgeoise du Conseil avec un tirage de 10 000 pièces, est la troisième pièce luxembourgeoise de collection en argent dans la série "Institutions européennes". 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

La BCL publie les statistiques mensuelles et trimestrielles 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, la BCL publie sur son site Internet des informations sur l'effectif dans le secteur financier ainsi que sur la situation des OPC et des PSF.

Au cours de l'année 2005, la BCL a entamé les travaux de développement d'une nouvelle collecte de données auprès du secteur des intermédiaires financiers (OPC non monétaires et sociétés de titrisation). Ces travaux s'inscrivent dans le développement d'un nouveau règlement de la BCE qui donnera lieu à l'introduction d'une nouvelle collecte en juillet 2008.

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 entamé les travaux de développement d'un nouveau système requis pour collecter les données statistiques relatives aux investissements de portefeuille auprès des déclarants. Ces travaux substantiels sont nécessaires afin de respecter les échéances fixées par la recommandation BCE/2004/15 de la Banque centrale européenne du 16 juillet 2004 aux banques centrales nationales de la zone euro. Le nouveau système de collecte introduira une collecte titre par titre et devrait devenir opérationnel en janvier 2008.

2.5.3 Les comptes financiers

Le STATEC et la BCL ont effectué un état des lieux des besoins d'informations et élaboré un plan d'action commun en vue de la compilation des comptes financiers du Luxembourg. Le Gouvernement a chargé le STATEC de prendre les dispositions à cette fin et de se concerter avec 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.

Au cours de l'année 2005 les institutions luxembourgeoises ont poursuivi leurs efforts, entamés au cours des années précédentes, de développer le cadre statistique nécessaire au respect de cette norme. En particulier, la BCL a mis à disposition du public intéressé, dans les délais requis par la norme SDDS, 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, les dettes extérieures 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

Le nombre de participants au système de règlement brut en temps réel, LIPS-Gross³, est resté inchangé à 31 au cours de l'année 2005.

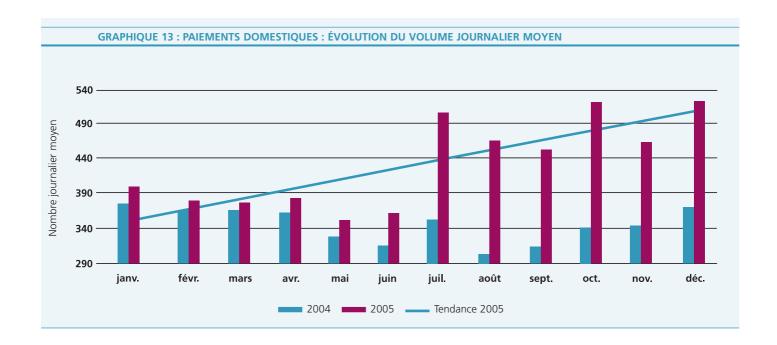
2.6.1.1 L'activité de LIPS-Gross au cours de l'année 2005

Paiements domestiques⁴

En 2005, les participants à LIPS-Gross ont échangé un total de 109 567 paiements (contre 89 128 en 2004) pour une valeur globale de 2 736 milliards d'euros (contre 2 258 milliards d'euros en 2004). Par rapport à 2004, le volume a donc augmenté de 23% et la valeur échangée de 21%. La valeur moyenne par transaction tombe ainsi sous les 25 millions d'euros.

Les graphiques suivants illustrent l'évolution des moyennes journalières en termes de volume et de la valeur des paiements domestiques. En comparaison avec 2004, on observe une forte augmentation du trafic domestique au second semestre 2005 qui est causée par un nombre restreint de participants.

Les valeurs échangées en janvier et février 2005 sont nettement en hausse par rapport à la même période en 2004, principalement en raison d'un changement⁵ 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.

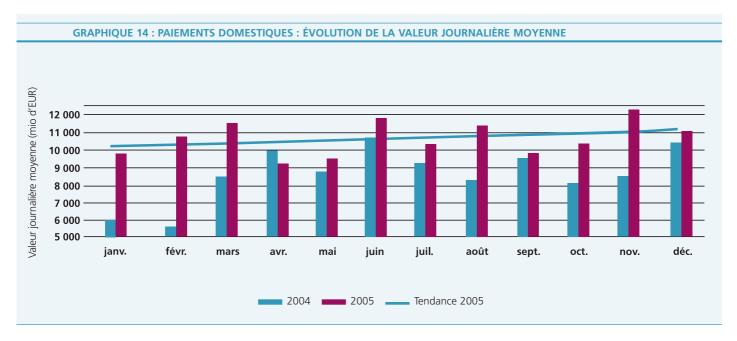


³ Real Time Gross Settlement System (RTGS).

⁴ Paiement domestique : paiement échangé entre deux participants LIPS-Gross.

⁵ La nouvelle procédure est entrée en vigueur en février-mars 2004.

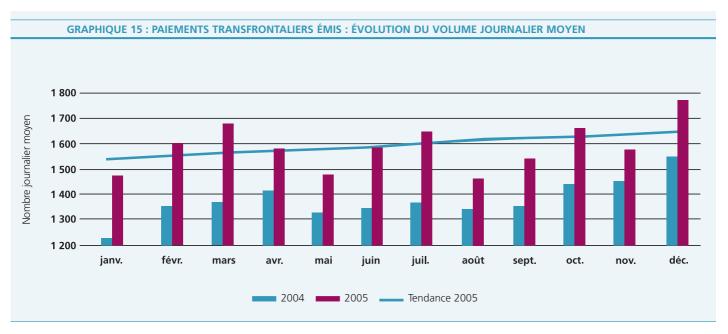
2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL



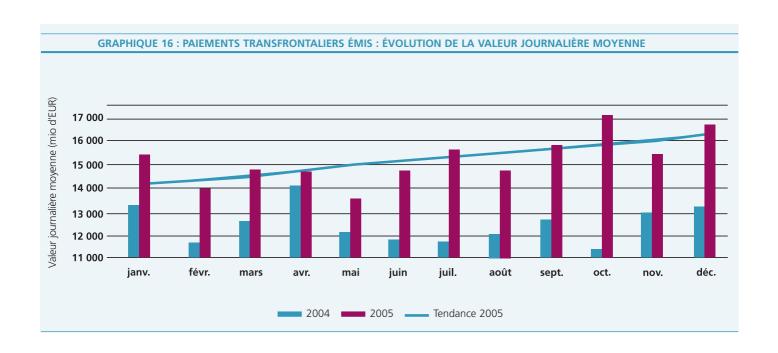
Paiements transfrontaliers⁶

En 2005, les participants à LIPS-Gross ont envoyé 407 375 paiements dans les autres pays de l'UE (contre 357 317 paiements en 2004) pour une valeur totale de 3 902 milliards d'euros (contre 3 241 milliards d'euros en 2004). En contrepartie, ils ont reçu 382 732 paiements transfrontaliers (contre 321 711 paiements en 2004) pour un total de 3 907 milliards d'euros (contre 3 242 milliards d'euros en 2004). La valeur moyenne par transfert émis se chiffre ainsi à 9,6 millions d'euros (en augmentation de 5,6%). La valeur moyenne par paiement reçu est de 10,2 millions d'euros (en augmentation de 1,3%).

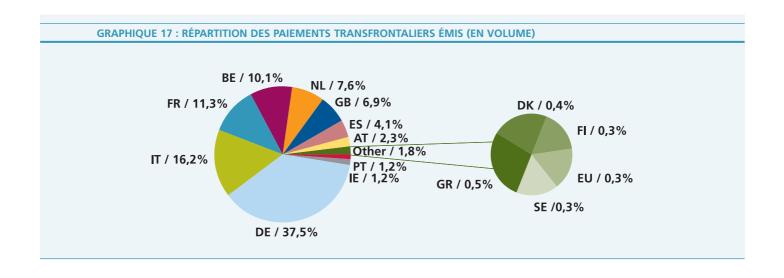
Les graphiques suivants illustrent l'évolution des moyennes journalières du volume et de la valeur des paiements transfrontaliers émis par les participants luxembourgeois.



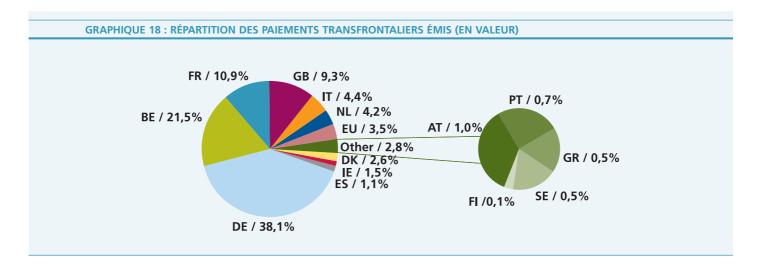
⁶ Paiement transfrontalier : paiement échangé entre un participant à LIPS-Gross et un participant à TARGET.



En 2005, les paiements transfrontaliers émis ont augmenté de 14% en volume et de 20% en valeur. La progression est principalement le fait d'une dizaine de banques.



2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL



Que ce soit en volume ou en valeur, plus de 80% des paiements transfrontaliers sont envoyés vers cinq pays, parmi lesquels les voisins directs du Luxembourg.

Chiffres agrégés des paiements domestiques et transfrontaliers

Le nombre total de paiements traités par LIPS-Gross au cours de l'année 2005 se chiffre à 922 370, avec une pointe le 30 juin (5 327 opérations).

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.

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

	Paiements domestiques		Transfrontaliers émis		Transfrontaliers reçus		Total émis et reçus
	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume total)	
2002	E 022	/24.040/\	12 715	(60.100/)	12.700	(40 C20/)	24 407
2003	5 932	(31,81%)	12 / 15	(68,19%)	12 /60	(40,63%)	31 407
2004	8 717	(41,06%)	12 515	(58,94%)	12 519	(37,09%)	33 752
2005	10 686	(41,21%)	15 243	(58,79%)	15 260	(37,05%)	41 189
Variation 2005-200	1 4 +23 %		+22%		+22%		+22%

TABLEAU 3	: VOLUME DES	PAIEMENTS EN	MOYENNE	JOURNALIÈRE

	Paiements domestiques		Transfrontaliers émis		Transfrontaliers reçus		Total émis et reçus
	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume total)	
2002	270	(25.100/)	1 125	(74.020/\	1 205	(44.400/)	2.700
2003	379	(25,18%)	1 125	(74,82%)	1 205	(44,49%)	2 708
2004	344	(19,96%)	1 380	(80,04%)	1 242	(41,88%)	2 966
2005	428	(21,20%)	1 591	(78,80%)	1 495	(42,54%)	3 514
Variation 2005-200			+15%		+20%		+18%

Le renversement de tendance amorcé en 2004 se confirme en 2005 : les membres du RTGS-L GIE ont reçu moins de paiements transfrontaliers qu'ils n'en ont émis. La valeur des paiements transfrontaliers reçus reste supérieure à celles des paiements envoyés.

LIPS-Gross par rapport aux autres systèmes connectés dans TARGET

En 2005, tous les systèmes RTGS nationaux pris ensemble ont exécuté un total de 58,5 millions de paiements domestiques (contre 52,4 millions en 2004) pour une valeur de 324 089 milliards d'euros (contre 297 857 milliards d'euros en 2004). Avec 109 567 paiements nationaux pour un total de 2 736 milliards d'euros, le Luxembourg représentait 0,19% de ce volume et 0,84% de cette valeur.

À ces chiffres s'ajoutent 17,7 millions de paiements transfrontaliers (16,8 millions de paiements en 2004) qui totalisaient 164 812 milliards d'euros (146 137 milliards d'euros en 2004) pour l'année entière. Ici, le Luxembourg contribuait pour 2,23% au volume et pour 2,37% à la valeur échangée.

Disponibilité de TARGET

La disponibilité globale de TARGET est passée de 99,80% en 2004 à 99,83% en 2005. En moyenne, sur les 6 années d'existence de TARGET, la disponibilité globale a atteint 99,69%.

Après 99,97% en 2004, la disponibilité de LIPS-Gross est passée à 99,94% en 2005 en raison d'un incident technique mineur. En revanche, la disponibilité de LIPS-Gross était de 100% onze mois sur douze en 2005. Sur les 6 années d'existence de LIPS-Gross, sa disponibilité moyenne atteint 99,69%.

2.6.1.2 TARGET2

Les travaux relatifs au développement et à la mise en production de TARGET2 se sont poursuivis en 2005, tant au niveau des banques centrales européennes qu'au niveau national

Le 24 novembre 2005, la BCL a convié les représentants des établissements de crédit afin de faire le point sur les décisions importantes prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Ce dernier a avalisé les spécifications techniques. D'autre part, il a arrêté les dates de démarrage du système, qui s'effectuera par étapes. Le Luxembourg fera partie de la première vague de migration le 19 novembre 2007. Enfin, il a arrêté la tarification, qui comportera deux composantes : un abonnement et un barème par transaction.

En vue de préparer la migration des participants luxembourgeois, la BCL a également organisé plusieurs réunions à caractère technique au cours de l'année 2005.

2.6.2 Le système de compensation interbancaire LIPS-Net

Treize établissements sont connectés au réseau. Ce nombre est resté inchangé par rapport à 2004.

L'activité au cours de l'année 2005

Pour ce qui est des volumes de paiements échangés, le nombre total des transactions a augmenté de 3,73% en 2005 pour atteindre un total de 13,74 millions d'opérations. Les valeurs échangées en compensation ont augmenté de près de 10% par rapport à 2004, portant ainsi la valeur totale échangée en 2005 à 62,28 milliards d'euros.

En moyenne journalière, le volume des transactions s'est élevé à 54 572 opérations.

Le volume le plus important a été enregistré le 3 mai avec 121 817 opérations.

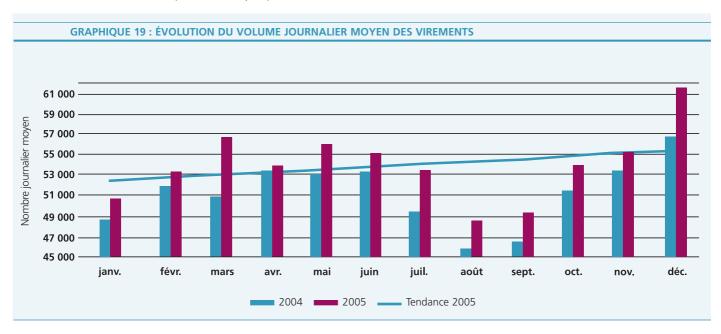
TABLEAU 5:			
	2004	2005	Variation
Nombre de virements	13 043 626	13 585 880	4,16%
Valeur des virements (mio d'EUR))	45 846	50 551	10,26%
Valeur moyenne par virement (EUR)	3 515	3 791	5,86%
Nombre de chèques	174 396	124 694	-28,50%
Valeur des chèques (mio d'EUR))	2 567	2 372	-7,60%
Valeur moyenne par chèque (EUR)	14 719	24 577	29,24%
Nombre de transactions relatives à la liquidation des cartes de débit et de crédit	28 951	30 363	4,88%
Valeur des transactions relatives à la liquidation des cartes de débit et de crédit (mio d'EUR	8 363	9 352	11,82%
Valeur moyenne d'une opération de liquidation des cartes de débit et de crédit (EUR)	267 775	350 126	6,62%
Nombre total d'opérations	13 246 973	13 740 937	3,73%
Valeur totale des opérations (mio d'EUR)	56 776	62 275	9,69%
Valeur moyenne par opération (EUR)	4 286	4 607	5,74%

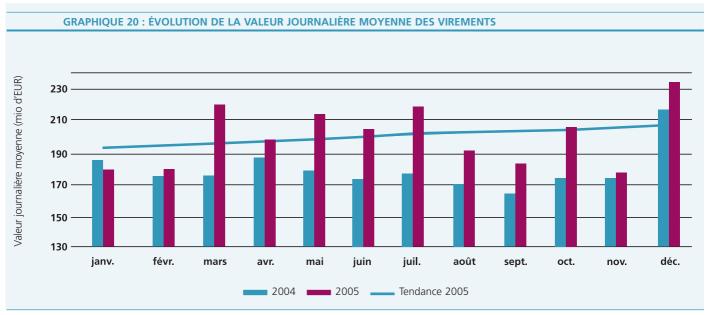
2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Les virements

A l'instar des années précédentes, la tendance saisonnière s'est confirmée : les volumes échangés en août et septembre sont assez bas alors que le mois de décembre est le plus actif.

En 2005, le nombre moyen de virements échangés par jour à travers la compensation nationale s'élève à 53 956 opérations pour un montant moyen journalier d'environ 201 millions. La valeur totale des virements a dépassé 50 milliards d'euros en 2005 (hausse de 10,3%).





Les chèques

En ce qui concerne l'évolution du volume des chèques échangés en compensation, la tendance à la baisse constatée depuis la disparition de la garantie Eurochèque en 2001 s'est ralentie en 2005 (-29% par rapport à 2004 contre -37% l'année précédente). La valeur totale des chèques a également diminuée en 2005, mais dans une moindre mesure (-7% par rapport à 2004). La valeur moyenne des chèques échangés en compensation a nettement augmenté, passant de 14 719 en 2004 euros à 19 022 euros l'année suivante. Sur l'année 2005, le nombre moyen de chèques échangés par jour s'est élevé à environ 500 opérations et la valeur moyenne journalière des chèques échangés en compensation s'est élevée à environ 9,5 millions d'euros.

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%). Au sein de LIPS-Net, la part (tant en volume qu'en valeur) des opérations de liquidation des soldes de carte de débit et de crédit est restée stable.

Evolution du système LIPS-Net

Le système LIPS-Net a été développé au début des années 90 en exigeant des investissements importants. Tenant compte des perspectives limitées d'augmentation de son activité, d'économies d'échelle insuffisantes et des perspectives d'intégration au niveau européen⁷, les gérants du SYPAL-Gie, le propriétaire du système, ont décidé d'arrêter son exploitation en octobre 2006 et de transférer l'activité d'échange de virements sur la plate-forme pan-européenne Step2 opérée par l'Association Bancaire pour l'Euro. Les participants luxembourgeois pourront ainsi profiter des économies d'échelle et de la couverture d'un système européen de paiements de détail. Quant aux chèques, l'échange se fera à l'avenir sur base bilatérale entre les participants.

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

2.6.3.1 <u>La liste des actifs éligibles</u>

Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème sont effectuées "sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts". A ce titre, chaque contrepartie de l'Eurosystème présente des actifs en garantie de ses crédits auprès d'une banque centrale de l'Eurosystème. Ces actifs doivent être conformes à des critères d'éligibilité définis par l'Eurosystème, qui sont communiqués via le document intitulé "La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro" disponible sur le site Internet de la BCE.

En 2005, l'Eurosystème a continué à travailler sur le remplacement de ses deux catégories d'actifs éligibles⁶ par une liste unique de garanties éligibles, valable pour l'ensemble de la zone euro. Cette liste unique est mise en œuvre de manière progressive.

Suite à la décision d'accepter dans l'ensemble de l'Eurosystème les prêts bancaires à titre de sûreté pour les crédits de la Banque centrale et ce à partir de janvier 2007, l'Eurosystème travaille à la mise en oeuvre des procédures et systèmes nécessaires pour la gestion de ces actifs.

Dans ce contexte le Conseil des gouverneurs a retenu entre autres les éléments clés suivants :

- entre 2007 et 2012, chaque banque centrale nationale appliquera son propre seuil minimum aux prêts bancaires. A partir de 2012, un seuil commun de 500.000 euros sera appliqué dans tout l'Eurosystème.
- les débiteurs des prêts remis en garantie doivent être en bonne santé financière. L'Eurosystème évaluera la santé financière des débiteurs par le biais du "Eurosystem credit assessment framework (ECAF)" qui contiendra les techniques et les règles à la base de l'exigence de qualité du débiteur. Dans ce contexte, l'Eurosystème a également rendu public le niveau de signature minimum qu'il accepte. Celui-ci se traduit par une notation d'au moins A-, ou d'une probabilité de défaut inférieure ou égale à 10 points de base.

La BCL a introduit auprès du Gouvernement un avant-projet de loi visant à ce que les créances soient inscrites dans un registre tenu auprès de la Banque centrale et disposent d'un régime de mise en gage équivalent à celui offert dans les Etats voisins.

 $^{^{7}\,\,}$ Article 18 des statuts du SEBC et de la BCE ; article 22 de la loi organique relative à la BCL.

Ce sont les garanties de "niveau 1", titres de créance qui satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par l'Eurosystème, et de "niveau 2", actifs complémentaires, qui sont particulièrement importants pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Un autre changement significatif au cours de l'année 2005 fut l'acceptation des titres obligataires dénominés en euro et émis dans la zone euro par des entités des pays membres du G10 non membres de l'Espace économique européen (Etats-Unis, Canada, Japon, Suisse).

2.6.3.2 <u>L'utilisation des systèmes de règlement des opérations sur titres par l'Eurosystème</u>

Sélection des dépositaires^o éligibles sur le plan domestique

La notion de "sûreté appropriée" ¹⁰ a également conduit l'Eurosystème à procéder à une évaluation des dépositaires nationaux de titres éligibles. Ainsi, un dépositaire national est éligible s'il obtient, après vérification de sa conformité avec les critères d'évaluation établis par l'Eurosystème (les *User Standards*), l'approbation formelle du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Utilisation transfrontalière des garanties

A côté des titres éligibles déposés auprès de leur dépositaire national (en l'occurrence Clearstream Banking Luxembourg - CBL - pour les contreparties luxembourgeoises), les contreparties de l'Eurosystème peuvent présenter en garantie de leurs crédits des titres émis dans un dépositaire situé dans un autre Etat Membre de l'UE. L'Eurosystème prévoit deux méthodes pour utiliser les garanties de manière transfrontalière. Les contreparties peuvent utiliser soit

- le MBCC¹¹ ; soit
- des liens établis entre des systèmes de règlement-titres.

Actuellement deux types de liens sont éligibles, des liens directs et des liens relayés. Des liens directs 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. Des liens relayés permettent à deux systèmes sans comptes bilatéraux de transférer des titres entre eux par l'utilisation d'un troisième système avec lequel les deux systèmes ont des comptes bilatéraux. La possibilité d'utiliser les liens relayés a été approuvée par le Conseil des gouverneurs de la BCE en 2005. L'utilisation de chaque lien requiert l'approbation antérieure par le Conseil des gouverneurs. En 2005 les banques luxembourgeoises pouvaient utiliser des liens directs entre CBL et Clearstream Banking A.G. Frankfurt, Euroclear, la Banque nationale de Belgique, Monte Titoli (Italie), OekB (Autriche) et Euroclear Netherlands (Pays-Bas).

⁹ Un dépositaire est un établissement qui opère un système de règlement des opérations sur titres.

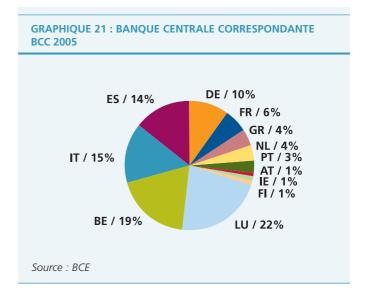
- ¹⁰ Mentionnée à l'article 18 du Traité.
- Modèle de Banques Centrales Correspondantes (Correspondent Central Banking Model, CCBM), voir 2.6.4 ci-dessous.

2.6.4 Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)

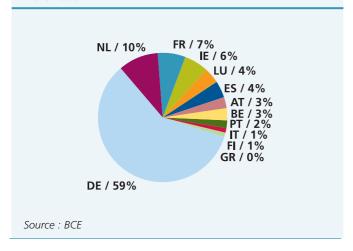
Dans le cadre du MBCC, chaque banque centrale intervient pour le compte des autres banques centrales en qualité de conservateur des titres détenus auprès du dépositaire national. Cette procédure fait intervenir d'un côté une banque centrale appelée banque centrale correspondante (BCC) différente de celle 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 franc succès auprès des contreparties et comme il demeure le canal principal pour la mobilisation transfrontalière des garanties, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger le MBCC jusqu'en 2007. L'efficacité du système a encore été améliorée par la limitation du temps de traitement à un maximum d'une heure pour chaque opération.

L'utilisation du MBCC en 2005 à travers la zone euro est restée très disparate. Les BCC les plus sollicitées en tant que correspondants sont le Luxembourg (22%), l'Italie (15%), la Belgique (19%) et l'Espagne (14%). Les BCPO les plus actives sont celles de l'Allemagne (59%), des Pays-Bas (10%), de France (7%) et d'Irlande (6%). L'utilisation transfrontalière des titres du niveau *tier 2* reste marginale.







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 :

- 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.
- 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.

Comité de Systèmes de Paiement et de Règlement-Titres (CSPRT)

Le Comité de Systèmes de Paiement et de Règlement-Titres (CSPRT) a poursuivi ses travaux portant sur le niveau de préparation de la place financière face à d'éventuels risques techniques et opérationnels de grande envergure. Un groupe de travail, Large Scale Disruption Task Force (LSDTF) constitué de la BCL, de la CSSF et d'acteurs de la place financière luxembourgeoise, avait été créé pour étudier de façon plus approfondie la situation luxembourgeoise à cet égard. Les résultats de ces travaux ont été publiés dans la revue de stabilité financière de la BCL parue en avril 2006.

2.7 Contribution à la stabilité financière

2.7.1 La surveillance macro-prudentielle

En 2005, la Banque centrale a poursuivi la surveillance macro-prudentielle du secteur bancaire luxembourgeois sur base d'un système d'indicateurs macro-prudentiels complété par un suivi spécifique des activités et résultats des établissements de crédit à envergure systémique. Le suivi des principaux développements structurels, prudentiels et réglementaires susceptibles d'avoir des implications pour la stabilité financière ont renforcé cette analyse.

Par ailleurs, la banque a prévu de renforcer son activité en matière de "stress testing" du secteur bancaire et d'études dans la matière.

L'analyse sur base des indicateurs macro-prudentiels pour l'année 2005 montre une augmentation des revenus, des actifs et des fonds propres des établissements de crédit de droit luxembourgeois, des revenus sur commissions par rapport au total des revenus en progression contre une baisse relative de la marge sur intérêts. Par ailleurs, le ratio des frais généraux liés au produit bancaire continue à évoluer favorablement par rapport à la moyenne des pays européens.

Les corrections de valeur nettes dans les livres des banques de droit luxembourgeois ont été réduites, aussi bien en volume que par rapport à leurs fonds propres. La part relative des créances garanties dans le total des créances a légèrement diminué. Les relations avec les entités liées restent importantes surtout au niveau des grands établissements de crédit. A la recherche d'actifs à plus haut rendement, les établissements de crédit ont augmenté leurs créances sur pays à risque. Le volume des crédits à des entreprises non-financières enregistre une croissance positive pour la première fois depuis 2001. Les crédits aux ménages résidents ont continué leur mouvement haussier. Cependant, les créances des banques de droit luxembourgeois continuent à se concentrer sur les sociétés financières, la part des ménages résidents restant limitée. La part des créances à problèmes dans le total des créances importantes des banques est limitée ; elle a peu évolué. Les positions nettes en devises restent peu élevées par rapport aux fonds propres. Le degré de concentration des activités bancaires, mesuré par le coefficient Gini, se maintient au même niveau, en dépit de la réduction continue du nombre des banques.

En 2005, l'analyse macro-prudentielle donne l'impression générale de solidité du secteur bancaire dans son ensemble. Les indicateurs témoignent d'une résistance du secteur aux risques potentiels d'instabilité, constat qui s'appuie sur des ratios de solvabilité et de liquidité confortables, combinés à des ratios de rentabilité et de qualité des actifs qui ne semblent pas indiquer de menace majeure pour la stabilité du système.

Une étude plus détaillée des évolutions récentes est parue en avril 2006 dans la revue de stabilité financière de la BCL.

Outre la publication des indicateurs macro-prudentiels au niveau national, la Banque centrale du Luxembourg participe activement à l'élaboration d'indicateurs au niveau de la Banque centrale européenne et du Fonds monétaire international

Au niveau du SEBC, la BCL participe aux travaux du Comité de surveillance bancaire qui réunit les banques centrales et les superviseurs de l'Union européenne et dont l'objet consiste entre autres à examiner la situtation macro-prudentielle et les développements structurels dans le secteur bancaire européen du point de vue de la stabilité financière.

La BCL participe en outre aux travaux du Comité des superviseurs bancaires européens (CSBE) mis en place par la Commission européenne.

Au niveau national, la BCL a proposé la mise en place d'un Comité de stabilité financière dans le cadre d'un avant-projet de loi portant révision de sa loi organique qui a été transmis au Gouvernement en février 2006.

Ce comité, sous la coordination de la BCL, est appelé à servir de forum de coopération et à organiser le dialogue et la concertation entre les différentes autorités de contrôle et la BCL. Il contribuera à la mise en œuvre des Memoranda of Understanding adoptés au niveau européen entre les autorités concernées. Le Comité assurera également le traitement des questions intersectorielles et servira de forum de réflexion pour des guestions d'intérêt général pour la stabilité du système financier dans son ensemble. Il organisera l'échange régulier d'informations qualitatives et quantitatives sur les institutions financières individuelles, sur l'infrastructure et le développement des marchés. Le Comité traitera de toute question en relation avec la stabilité financière et interviendra en matière de prévention comme, au besoin, en cas de gestion de crise. Il pourra utilement servir pour l'organisation, sous la Banque centrale en tant qu'autorité compétente pour la fourniture de liquidités, d'exercices de simulation de crise.

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

La surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres exercée par la BCL s'inscrit dans le cadre de sa mission de contribution à la stabilité financière. Elle porte sur les opérateurs et agents techniques des deux principaux systèmes de paiement à Luxembourg, à savoir Lips-Gross, le système de paiement brut en temps réel et Lips-Net, le système de paiement net de détail ainsi que sur le système de règlement des opérations sur titres opéré par Clearstream Banking Luxembourg.

Cette surveillance, qui a notamment pour objectif d'assurer le bon fonctionnement et l'efficience des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et par-là de contribuer à l'intégrité du système financier, est exercée conformément aux caractéristiques définies par la BCL en décembre 2001 dans son document de politique générale et de procédures. Dans ce contexte, les opérateurs et agents techniques visés ont fourni en 2005 un ensemble d'informations de nature générale, statistique, financière ou encore relative à certaines activités de contrôle qui ont fait l'objet d'un suivi continu.

La BCL contribue également aux travaux du *Payment and settlement systems committe*e et de ses sous-groupes au niveau du Système européen de banques centrales (SEBC). Ce comité a pour objectif d'assister le SEBC dans la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement, notamment en matière de surveillance. Ainsi, parallèlement à la surveillance exercée au niveau national, les systèmes de paiement Lips-Net et Lips-Gross font l'objet d'une surveillance harmonisée exercée conjointement par les banques centrales du SEBC qui est basée sur les *Core principles for systemically important payment systems*. Dans ce contexte, une évaluation des systèmes de paiement de détail a été finalisée en 2005 et a conclu que Lips-Net respectait intégralement les principes en question.

Les deux systèmes de paiement nationaux Lips-Net et Lips-Gross font actuellement l'objet d'une restructuration importante. Ainsi, en 2005 l'opérateur du système Lips-Net a pris la décision d'arrêter le système de paiement en date du 6 octobre 2006. Les banques échangeront alors leurs paiements de détail via le système européen Step2 opéré par l'Association bancaire européenne et surveillé par la BCE.

Par ailleurs, Lips-Gross cessera ses activités fin 2007, date à partir de laquelle Target, le système de règlement brut en temps réel du SEBC dont Lips-Gross constitue la composante luxembourgeoise, sera remplacé par Target2 qui reposera sur une plate-forme unique en partage pour les banques centrales de l'Eurosystème. En matière de "oversight", même si les activités centralisées de TARGET2 seront surveillées de façon conjointe par les banques centrales participantes, la Banque centrale du Luxembourg conservera la compétence d'évaluation des activités décentralisées liées au nouveau système.

La BCL a aussi participé à l'élaboration de normes pour la compensation et le règlement de titres dans l'Union européenne dans le cadre d'un groupe de travail conjoint entre le SEBC et le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR).





Artiste : Tina Gillen Titre : Camion Support : Acrylique sur toile Format : 120 x 85 cm Collection BCL

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

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

La BCL traite les opérations financières du Luxembourg vis-à-vis du FMI. 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 2005, 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 14,56% de la quote-part du Luxembourg.

Le plan des transactions financières 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 2005, la BCL a octroyé des crédits pour un montant de 2,4 millions d'euros et s'est vue rembourser la somme de 61,1 millions d'euros.

À la fin de l'année 2005, le Luxembourg détenait 67,4% de son allocation de DTS (contre 58,0% en 2004) suite à l'accumulation des intérêts nets reçus sur les comptes en DTS et sur la position de réserve. En date du 31 décembre 2005, le montant inscrit au compte DTS s'élevait à DTS 11,4 millions.

Un agent de la BCL est détaché auprès du FMI.

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

Règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi qu'à la surveillance et à la coordination des politiques économiques.

3.2 L'activité au niveau européen

3.2.1 Le projet de constitution européenne

Le 10 juillet 2005, les Luxembourgeois se sont prononcés majoritairement en faveur de la Constitution pour l'Europe. 56,52% des électeurs ont répondu favorablement à la question "Êtes-vous en faveur du Traité établissant une constitution pour l'Europe, signé à Rome le 29 octobre 2004?".

Le référendum luxembourgeois était un référendum consultatif mais la Chambre des Députés s'est engagée à respecter la volonté des électeurs lors du référendum. Le Luxembourg est ainsi devenu le 13° pays à approuver la Constitution pour l'Europe. La loi du 25 novembre 2005 portant approbation du Traité établissant une Constitution pour l'Europe, des Protocoles annexés au Traité établissant une Constitution pour l'Europe, des Annexes I et II et de l'Acte final, signés à Rome, le 29 octobre 2004 a été publiée au Mémorial A n° 197 du 9 décembre 2005 (page 3170).

3.2.2 L'élargissement de l'Union européenne

Le Traité d'adhésion de la Bulgarie et de la Roumanie à l'Union européenne fut signé à Luxembourg le 25 avril 2005. Le 25 novembre 2005, le projet de loi n° 5515 portant approbation du Traité d'adhésion par le Luxembourg fut déposé auprès de la Chambre des Députés. Cette adhésion achève le cinquième élargissement de l'Union européenne, entamé en 1993 et qui avait vu, le 1er mai 2004, dix Etats rejoindre l'Union européenne.

L'ouverture officielle des négociations d'adhésion à l'Union européenne de la Turquie et de la Croatie a eu lieu le 3 octobre 2005 à Luxembourg.

3.2.3 Le Pacte de stabilité et de croissance

Suite aux discussions techniques engagées vers la mi-2004 concernant une réforme du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), ce pacte a significativement été modifié en 2005.

Sous la présidence luxembourgeoise, le Conseil de l'Union européenne du 20 mars 2005 a émis un rapport portant sur l'amélioration de la mise en oeuvre du PSC. Le Conseil européen des 22 et 23 mars 2005 a entériné ce rapport et approuvé les conclusions et propositions qui y figurent. Par conséquent, le Conseil de l'Union européenne a, *inter alia*, adopté le 27 juin 2005 les Règlements (CE) n° 1055/2005 et n° 1056/2005 modifiant les Règlements (CE) du Conseil de l'Union européenne n° 1466/97¹ et n° 1467/97². Il a également approuvé le 11 octobre 2005 un code de conduite révisé³.

Règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs.

^{3 &}quot;Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of the Stability and Convergence Programmes" (Code of Conduct), remplaçant le code de conduite tel qu'approuvé par le Conseil le 10 juillet 2001.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

La réforme du PSC a impliqué plusieurs changements de ses volets préventif et correctif, tels que la définition de l'objectif budgétaire à moyen terme pour les Etats membres de l'Union européenne, la trajectoire d'ajustement conduisant à la réalisation de cet objectif budgétaire à moyen terme, la justification d'un excès de la valeur de référence de 3% du PIB et les délais applicables à la procédure pour les déficits excessifs

Durant toute la période du débat sur la réforme du PSC, le Conseil des gouverneurs de la BCE a considéré que le PSC était approprié en sa forme initiale, ne nécessitant pas une adaptation des règlements en cause. Il a cependant admis que son volet préventif pouvait faire l'objet d'améliorations. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a exprimé à plusieurs reprises ses préoccupations concernant un changement formel du PSC, notamment des dispositions afférentes à la procédure concernant les déficits excessifs, et a prôné une mise en œuvre rigoureuse et cohérente de cette procédure.

Bien que la BCE ne soit pas un signataire au PSC et ne soit pas amenée à jouer, en vertu du Traité instituant la Communauté européenne, un rôle actif dans la définition et la mise en œuvre des procédures applicables au PSC, le Conseil des gouverneurs de la BCE a été impliqué dans le débat sur sa réforme et a émis différents avis sur le nouveau cadre juridique ainsi qu'un positionnement sur ladite réforme⁴. Il attire régulièrement l'attention sur le fait que 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. Elles constituent des conditions indispensables à la stabilité macroéconomique, à la croissance et à la cohésion dans la zone euro.

Il est impératif que les Etats membres, la Commission européenne et le Conseil de l'Union européenne mettent en œuvre le PSC révisé d'une manière rigoureuse et cohérente, afin de favoriser la conduite de politiques budgétaires prudentes.

3.2.4 Le Comité économique et financier

Un représentant de la BCL participe au Comité économique et financier (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 européenne 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 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.

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

Dans le contexte de la mission de l'Office statistique des Communautés européennes (EUROSTAT), le Comité des statistiques financières, monétaires 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 2005. Des progrès ont pu être faits notamment sur le plan des statistiques de comptes financiers, de balance des paiements, de services financiers, de finances publiques ainsi que de comptes nationaux.

⁴ ECB Opinion of 3 June 2005 (CON/2005/17) on proposal for a Council regulation amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure; ECB Opinion of 3 June 2005 (CON/2005/18) on a proposal for a Council regulation amending Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies; Communiqué de presse du 21 mars 2005.

3.2.6 Les Comités consultatifs

3.2.6.1 Le Comité statistiques

Le Comité statistiques a été créé par la BCL afin d'assurer un dialogue permanent et structuré entre les organismes représentant les entités soumises à la collecte et les principaux utilisateurs de l'information statistique.

Aucun dossier particulier n'a nécessité en 2005 la consultation du Comité.

3.2.6.2 La Commission consultative statistiques monétaires et financières

La Commission consultative statistiques monétaires et financières, mise en place fin 2001, a pour but d'assurer une réalisation ordonnée et efficiente de la collecte de statistiques monétaires et financières par la BCL et d'instituer un dialogue permanent avec les institutions financières monétaires qui y sont soumises.

Au cours de l'année 2005 la Commission a été consultée sur diverses questions conceptuelles ayant trait à l'introduction d'un nouveau reporting statistique auprès des intermédiaires financiers

3.2.6.3 <u>La Commission consultative balance des paiements</u>

La Commission consultative balance des paiements, mise en place début 2001, agit en tant gu'organe consultatif et assiste la BCL dans sa mission de collecte statistique dans le domaine de la balance des paiements et de la position extérieure globale. Elle veille à une organisation efficace et économique des travaux de collecte tout en ayant le souci d'éviter la redondance et de limiter la charge des entités soumises à la collecte statistique.

La Commission a été consultée intensivement en 2005 dans le cadre des travaux visant à mettre en place un nouveau système de collecte pour les investissements de portefeuille. En particulier, la Commission a collaboré au développement du modèle de collecte qui sera mis en œuvre par la suite.

L'activité au niveau national 3.3

3.3.1 L'actualité législative

Au cours de l'année, la BCL a suivi la législation et réglementation dans son champ d'activité ainsi que d'autres textes d'importance pour le Luxembourg.

Peuvent être mentionnés en particulier les textes suivants :

3.3.1.1 Droit monétaire

Au cours de l'année 2005, la Banque centrale du Luxembourg a émis une monnaie commémorative en argent à l'occasion de la présidence luxembourgeoise du Conseil de l'Union européenne.

Cette monnaie a cours légal à partir du 24 janvier 2005 pour sa valeur faciale de 25 euros conformément au règlement grand-ducal du même jour (publié au Mémorial A no 7 du 25 janvier 2005).

Un projet de loi no 5439 a été déposé par le Gouvernement le 8 février 2005 pour mettre en œuvre la décision-cadre du Conseil de l'Union européenne adoptée le 28 mai 2001 concernant la lutte contre la fraude et la contrefaçon des moyens de paiement autres que les espèces. Les objectifs de cette décision-cadre consistent à assurer que la fraude et la contrefaçon de ces moyens de paiement, au moins lorsqu'ils sont dotés d'une forme spéciale de protection contre l'imitation ou la fraude, soient reconnues comme des infractions pénales et fassent l'objet de sanctions effectives, proportionnées et dissuasives dans tous les Etats membres. Les moyens de paiement visés sont notamment les cartes de paiement électroniques.

Le code pénal luxembourgeois ne contient pas de dispositions spécifiques visant à protéger les moyens de paiement électroniques contre la fraude et la contrefaçon.

3.3.1.2 <u>Droit financier</u>

Contrats de garantie financière

La loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière portant transposition de la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière (...) a été publiée au Mémorial A no 128 du 16 août 2005⁵.

131

La loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière portant transposition de la directive 2002/47/CE du PE et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière ; modification du code de commerce ; modification de la loi du 1er août 2001 concernant les circulation des titres et instruments fongibles ; modification de la loi du 5 avril 2003 relative au secteur financier ; modification du RGD du 18 décembre 1981 concernant les dépôts fongibles de métaux précieux et modifiant l'article 1er du RGD du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières ; abrogation de la loi du 21 décembre 1994 relative aux opérations de mise en pension ; abrogation de la loi du 1 août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

L'avis de la BCE sur le projet de loi a été rendu le 25 mai 2005 (CON/2005/12). Il en a été dûment tenu compte par le législateur.

La BCE se félicite du fait que le projet de loi n'ait pas recours aux possibilités de dérogation prévues par la directive et qu'il réunit dans une loi unique les dispositions applicables à différents types de contrats de garantie financière. Il importe que des méthodes de constitution de garanties simples soient prévues, qu'elles soient fiables et dotées de procédés de réalisation efficaces. Ceci importe en particulier pour assurer le bon fonctionnement de la politique monétaire de l'Eurosystème.

La BCE se félicite également que le champ d'application personnel du projet de loi aille au-delà des obligations prévues par la directive sur les garanties. En ce qui concerne les gages, le projet de loi s'applique quelle que soit la nature des parties aux contrats de garantie financière.

La BCE exprime un avis sur le champ d'application matériel de la loi. Les avoirs étant définis comme les instruments financiers et les créances, elle comprend que les crédits octroyés sous la forme de prêts bancaires peuvent constituer des créances selon les termes du projet de loi. Dans un souci de clarté, la BCE préconise de définir la notion de contrats de compensation.

Par ailleurs, le projet de loi élargit les questions qui ont vocation à être régies par la règle de conflit prévue par la directive sur les garanties. La Convention de la Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire BCE prévoyant une règle de conflit différente, la BCE observe que la règle de conflit prévue au projet de loi ne pourrait pas être appliquée au cas où la Convention de la Haye venait à être ratifiée ultérieurement par la Communauté.

La BCE consacre ses plus longs développements au privilège légal accordé aux dépositaires opérant à titre principal un système de règlement des opérations sur titres (les "dépositaires") en particulier en rapport avec le privilège dont dispose la BCL, la BCE et les banques centrales du SEBC conformément à l'article 4 paragraphe 4 de sa loi organique.

Le point 8 de l'avis est libellé comme suit : "Le privilège légal accordé aux dépositaires sur les avoirs des clients d'un participant en rapport avec le système qu'ils opèrent, accroît, quant à l'assiette, le risque de conflits entre le privilège légal des dépositaires et le privilège de la BCL et des banques centrales du SEBC. Il convient d'observer à cet égard que le privilège de la BCL et des banques centrales du SEBC a, en grande partie, été introduit en droit luxembourgeois afin de renforcer la situation financière de la BCL, assistant ainsi la BCL et l'Eurosystème dans l'exécution de leurs missions de banque centrale. À cet égard, la BCE prend note de la situation particulière de la BCL au sein de l'Eurosystème. Les risques provenant des opérations de la BCL avec le secteur financier sont d'importance systémique, compte tenu de l'importance relative du marché financier luxembourgeois. La BCL est la troisième banque centrale nationale par ordre d'importance au sein de l'Eurosystème en termes de liquidités attribuées aux établissements de crédit et de montant de garanties utilisées pour les opérations de politique monétaire. Une partie importante des actifs utilisés aux fins de garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème dans un cadre transfrontalier, provient du Luxembourg. En outre, les Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB credit operations (Normes pour l'utilisation des systèmes de règlementlivraison des opérations sur titres de l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC), publiées en 1998, sont pertinentes du point de vue de l'Eurosystème, en tant qu'utilisateur d'un dépositaire central de titres opérant un système de règlement-livraison des opérations sur titres. La norme 1 prévoit qu'un système de règlement-livraison des opérations sur titres doit assurer une protection adéquate des droits des BCN et de la BCE sur les titres détenus dans les comptes de celles-ci au sein de tels systèmes. Dans ce contexte, la BCE préférerait nettement que le privilège légal accordé aux dépositaires ne compromette pas la situation juridique de la BCL et des banques centrales du SEBC en ce qui concerne l'exécution de leurs fonctions de banque centrale. La BCE espère que les dispositions pertinentes du projet de loi pourront être modifiées en conséquence afin de protéger pleinement la situation juridique de la BCL et des banques centrales du SEBC."

Une modification a été faite dans la loi luxembourgeoise sur ce point (article 25.4).

Fiscalité des revenus de l'épargne

La loi du 21 juin 2005 transposant en droit luxembourgeois la directive 2003/48/CE du 3 juin 2003 du Conseil de l'Union européenne en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiement d'intérêts est entrée en vigueur au 1er juillet 2005 (Mémorial A no 86 du 22 juin 2005).

En principe, selon la directive, chaque Etat membre doit informer les autres Etats membres des intérêts versés à des particuliers résidant dans un autre Etat membre. Toutefois, trois pays, dont le Luxembourg, bénéficient d'un régime transitoire durant lequel ils prélèveront une retenue à la source sur les paiements d'intérêts.

La loi introduit une retenue à la source sur les revenus de l'épargne sous forme de paiement d'intérêts effectué au Luxembourg en faveur des bénéficiaires effectifs, personnes physiques qui sont des résidents fiscaux d'un autre Etat membre de l'Union européenne. Hormis les cas prévus à la loi, la retenue prélevée à la source est de 15% pendant les trois premières années, de 20% pendant les trois années suivantes et de 35% par la suite.

Les recettes provenant des retenues sont partagées avec l'Etat membre de résidence du bénéficiaire des intérêts.

Il existe une clause de "grand-père" en faveur de paiements découlant de titres de créances négociables remplissant des critères d'émission particuliers.

Pour les épargnants résidant au Luxembourg, il y a lieu de mentionner la loi du 23 décembre 2005 portant introduction d'une retenue à la source libératoire sur certains intérêts produits par l'épargne mobilière. La loi a pour objet l'introduction d'une retenue à la source libératoire de 10 pour cent sur les intérêts générés par les produits d'épargne des personnes physiques résidentes. Des exemptions sont prévues à hauteur d'un seuil fixé par loi dans le cadre d'un compte d'épargne classique. Sont prévues également des dérogations pour des revenus provenant des OPC et de titres de créances négociables remplissant des critères d'émission. Par ailleurs, la loi abroge l'impôt sur la fortune des personnes physiques tant résidentes que non-résidentes. La loi est entrée en vigueur le 1er janvier 2006 (Mémorial A no 214 du 28 décembre 2005).

3.3.2 Les comités externes

3.3.2.1 <u>Le Comité de conjoncture</u>

Le Comité de conjoncture, institué en 1975, agit dans le cadre de la législation mise en place, autorisant le gouvernement à prendre des mesures destinées à prévenir des licenciements pour des causes conjoncturelles et structurelles et à assurer le maintien de l'emploi. Il fournit ainsi le cadre pour comprendre et analyser la conjoncture luxembourgeoise ainsi que pour suivre les questions de politique économique d'actualité. La participation de la BCL dans le Comité de conjoncture est double: d'une part, elle recueille des informations ayant trait à l'évolution conjoncturelle du Luxembourg; d'autre part, elle s'efforce de contribuer aux travaux du Comité en portant un éclairage sur les derniers développements de la place financière et en matière monétaire.

3.3.2.2 <u>La Commission de l'indice des prix à la consommation</u>

La BCL participe comme observateur aux travaux de la Commission de l'indice des prix à la consommation qui est chargée de conseiller et d'assister le STATEC dans l'établissement des indices des prix à la consommation. Cette Commission a également pour mission de donner un avis du point de vue technique sur l'établissement mensuel de l'indice des prix à la consommation et de superviser la conformité de celui-ci avec les réglementations nationale et communautaire.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3.3.3 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.

3.3.4 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 un des actionnaires de l'Agence de Transfert de Technologie Financière (ATTF). Cette agence, créée en 1999, a pour mission de transmettre le savoir-faire luxembourgeois en matière financière à des pays émergents définis par le gouvernement luxembourgeois. Comme d'accoutumée, la BCL a animé des séminaires de l'ATTF pour des banquiers et des responsables venant de pays tiers. En 2005 la BCL a ainsi reçu des délégations de Chine, d'Egypte, du Kazakhstan, de Mongolie, de Tunisie, d'Ouzbékistan et du Salvador.

3.3.5 Les manifestations extérieures

3.3.5.1 Conférences et réunions internationales

En mars 2005, le Président de la BCL a participé au panel des banquiers centraux du European Banking & Financial Forum à Prague. Il a parlé de "Financial Stability from a Perspective of Luxembourg's Financial Sector". Le Président de la BCL a participé à la 13° réunion annuelle des gouverneurs des banques centrales des pays francophones, organisée par la Banque centrale du Maroc du 9 au 12 mai 2005. Monsieur Mersch y a fait une intervention sur les conditions de succès de la libéralisation du compte de capital.

Le Professeur Axel Weber, Président de la Deutsche Bundesbank, a donné le 28 avril 2005 à la BCL une conférence sur la concurrence entre systèmes financiers "Finanzsysteme im Wettbewerb".

Le 11 octobre 2005, Monsieur Jacques de Larosière, Gouverneur honoraire de la Banque de France, Ex-Directeur général du Fonds Monétaire International et de la Banque européenne de reconstruction et de développement, était l'orateur de la troisième Pierre Werner Lecture, institué par la Banque depuis 2003, sous le thème "Fiscal policy: A challenge for the European Monetary Union". Ce discours a fait l'objet d'une publication spéciale.

Les 8 et 9 novembre 2005, la Banque centrale du Luxembourg (BCL) co-organise avec l'Islamic Financial Services Board, l'"*Islamic Financial Services Forum: the European Challenge*". Ce forum international fournit pour la première fois au Luxembourg une occasion de mieux connaître les caractéristiques de la finance islamique.

La BCL était également représentée au deuxième séminaire euro-méditerranéen à Cannes, organisé conjointement par la Banque de France et la Banque centrale européenne (BCE) et réunissant les banques centrales de l'Eurosystème et des pays méditerranéens ne participant pas à la zone euro. De même, la BCL a participé au deuxième séminaire de haut niveau entre l'Eurosystème et la Banque de Russie (Saint-Pétersbourg), ainsi qu'au deuxième séminaire de haut niveau entre l'Eurosystème et le *Executive's Meeting of East Asia Pacific* (EMEAP) qui s'est tenu à Francfort.

La BCL a contribué à des activités académiques, notamment par la participation de son Président au 35° symposium de l'université de St Gall et à des manifestations organisées par les universités de Princeton et d'Oxford. La BCL a contribué à une présentation sur l'Eurosystème que la BCE a organisé à Francfort pour des étudiants de la *Miami University* (Ohio).

Le Président de la BCL est également le Président du Bridge -Forum Dialogue, une association dans laquelle participent les dirigeants au plus haut niveau des institutions et organismes européens au Luxembourg et des représentants des forces vives de la nation. Le Bridge-Forum sert de plate-forme de discussion interdisciplinaire et en 2005 trois conférences ont été organisées à l'intervention de la BCL. Dans ce cadre, M. Philippe Maystadt, Président de la BEI a tenu une conférence sur les "Partenariats public-privé". Sous la présidence de M. Yves Mersch, Sir Tim Lankester, Président de Corpus Christi College, Oxford et M. Rolf Tarrach, Recteur de l'Université de Luxembourg, ont débattu sur le sujet "Higher Education in Europe: Can we be equal and excellent too ?". Enfin, sous la présidence de M. Yves Mersch, divers orateurs, dont le Président du Mali, M. Amadou Toumani Touré, ont conféré sur "Afrique - Europe : Quel partenariat ?"

3.3.5.2 Relations bilatérales

L'année 2005 a également permis le renforcement des liens avec d'autres banques centrales.

Une délégation de la Banque nationale du Cambodge (BNC), conduite par son Gouverneur, M. CHEA Chanto, a effectué une visite de travail au Luxembourg du 28 au 30 juin 2005. À cette occasion, un accord de coopération renforcée en matière d'opérations et d'assistance à la formation a été signé par les Gouverneurs des deux banques centrales.

Durant l'année sous revue, la BCL a également reçu les représentants de la place financière et des principaux syndicats.

En octobre 2005, M. Yves Mersch s'est rendu en Slovaquie afin d'avoir un échange de vues avec M. Ivan Šramko, Gouverneur de la *Národná banka Slovenska* (Banque nationale de la Slovaquie), concernant les préparatifs de l'introduction de l'euro en Slovaquie.

3.3.5.3 <u>Autres réunions à Luxembourg</u>

La BCL a reçu au cours de l'année un certain nombre de délégations, notamment une délégation de haut niveau du Bhoutan comprenant notamment un Membre de la famille royale, le Directeur général du Ministère des Finances ainsi que le Directeur général adjoint de la *Royal Monetary Authority*, la banque centrale du Bhoutan.

Le 4 avril 2005, M. Yves Mersch a reçu une délégation de la Commission des finances du parlement allemand, accompagnée par M. Roland Lohkamp, ambassadeur d'Allemagne pour une réunion de travail. L'échange de vues a porté notamment sur la situation financière et bancaire en Europe, y inclus la réforme du pacte de stabilité et de croissance.

Le Budget Committee (BUCOM) de la Banque centrale européenne s'est réuni les 16 et 17 juin 2005 dans les locaux de la Banque centrale de Luxembourg. Les tâches du BUCOM consistent à assister le Conseil des gouverneurs dans l'évaluation des propositions budgétaires faites par le Directoire de la BCE. La réunion du BUCOM à Luxembourg avait un caractère informel et portait notamment sur les sujets suivants :

- Budget base zéro ;
- Surveillance financière de projets en cours de réalisation ;
- Surveillance des activités de recherche et de développement en relation avec les billets de banque.

En septembre 2005, la BCL a fait une présentation devant une trentaine de hauts dirigeants indiens à l'occasion d'une visite organisée conjointement par l'*Administrative Staff College of India et la Maastricht School of Management*.

Sur invitation de M. Yves Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg (BCL), M. Jaime Caruana, Gouverneur de Banco de España, et Président du Comité de Bâle de la Surveillance bancaire, a effectué les 15 et 16 septembre 2005, une visite de travail au Luxembourg. M. Caruana a pris la parole lors de la conférence "Basel II and Financial Stability", organisée conjointement par la BCL, la Banque européenne d'investissement, PRMIA et Ernst & Young.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

3.3.5.4 <u>Décès de M. Wim Duisenberg,</u> premier Président de la BCE

Fin juillet 2005, celui qui fut le premier président de la BCE, M. Wim Duisenberg, est décédé. M. Duisenberg, ancien Ministre des Finances des Pays-Bas et ancien gouverneur de la *Nederlandsche Bank*, et Président de la BCE de 1998 à fin 2003, a joué un rôle décisif dans la constitution de l'Union monétaire et dans l'introduction réussie de la nouvelle monnaie, l'euro.

M. Duisenberg avait visité la BCL à plusieurs occasions, notamment lors de la cérémonie d'inauguration de la Banque en mai 2001 et pour la dernière fois en juillet 2002, à l'occasion de la centième réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Suite à ce décès inopiné, le Président de la BCL a exprimé sa vive émotion en son nom personnel et en celui des membres du Conseil et de tous les agents de la Banque centrale.



M. Willem F. Duisenberg et M. Yves Mersch en octobre 1998 devant la Banque centrale du Luxembourg.

3.4 La communication de la BCL

3.4.1 Les bulletins périodiques

En 2005, la BCL a diffusé 3 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 2005/1 : Revue de stabilité financière 2005

- L'environnement financier
- Le secteur financier luxembourgeois en 2004
- Le secteur des assurances
- La Banque centrale du Luxembourg face aux mesures d'assainissement et de liquidation des établissements de crédit

Bulletin No 2005/2

- Sektorale Spezialisierung und Produktivität der Luxemburger Wirtschaft im internationalen Vergleich
- Estimation du taux d'intérêt réel naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg
- La rigidité des prix. Une étude sur données macroéconomiques de prix à la consommation au Luxembourg
- La politique de change actuelle du Cap-Vert et ses alternatives

Bulletin No 2005/3

- Le calcul d'indices des conditions monétaires pour la zone euro et le Luxembourg
- La position extérieure globale du Luxembourg
- Das Preissetzungsverhalten im Euroraum
- Comportement de fixation des prix : résultats d'une enquête auprès des entreprises luxembourgeoises
- L'identité de Fisher et l'interaction entre inflation et la rentabilité des actions : l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers

3.4.2 Les cahiers d'études

Les cahiers d'études de la BCL publient les résultats des recherches effectués par des agents de la BCL. En 2005, cinq cahiers d'études ont été publiés :

N° 13 : Les déterminants du solde de la balance des transactions courantes au Luxembourg, par Abdelaziz Rouabah, février 2005

N° 14: Nominal rigidities and inflation persistence in Luxembourg: a comparison with EU15 member countries with particular focus on services and regulated prices, par Patrick Lünnemann et Thomas Y. Mathä, avril 2005

N° 15: Estimating the natural interest rate for the euro area and Luxembourg, par Ladislav Wintr, Paolo Guarda et Abdelaziz Rouabah, juin 2005

N° 16 : Cape Verde's exchange rate policy and its alternatives, par Romain Weber, octobre 2005

N° 17 : Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data, par Patrick Lünnemann et Thomas Y. Mathä, novembre 2005

3.4.3 Le site Internet

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

Remanié en 2004, le site propose 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**, sous la rubrique "Publications", ou obtenues en format papier auprès de la BCL et ce dans la limite des stocks disponibles.

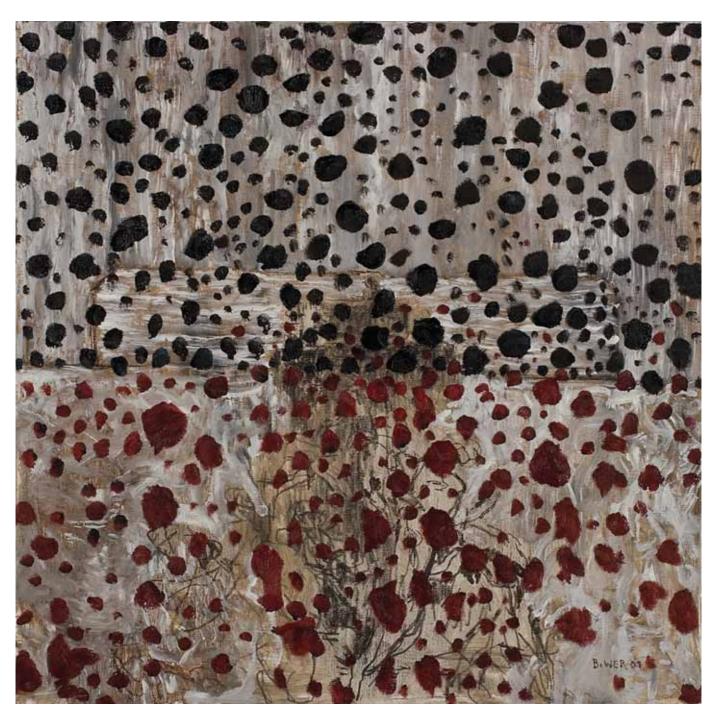
3.4.4 La Bibliothèque

En 2005, 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).

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





Artiste : Jean-Marie Biewer Titre : Paintings or Paint-Things Support : Huile sur toile Format : 110 x 110 cm Collection BCL

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.1 Gouvernement d'entreprise et 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. La composition du Conseil de la BCL en 2005 était la suivante :

Président : Yves MerschMembres : Andrée Billon

Jean Hamilius Pit Hentgen

Mathias Hinterscheid

Serge Kolb Patrice Pieretti Nico Reyland Michel Wurth

Au cours de l'année 2005, le Conseil a tenu cinq réunions. Dans le cadre de ses attributions patrimoniales, le Conseil a approuvé les comptes financiers au 31 décembre 2004, les axes budgétaires et subséquemment le budget pour l'exercice financier 2006.

Le Conseil a par ailleurs 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.

Dans le cadre de la procédure budgétaire de l'Etat, la BCL a émis un avis à l'attention de la Commission des Finances de la Chambre des députés. Le projet de cet avis a été soumis aux membres du Conseil.

Le Comité d'audit

Le Comité d'audit, créé par le Conseil en 2001, a pour objet d'assister le Conseil dans le choix du réviseur aux comptes à proposer au Gouvernement, dans la détermination de l'étendue des vérifications spécifiques à accomplir par le réviseur aux comptes et dans le cadre de l'approbation des comptes par le Conseil. Il est informé du plan d'audit interne.

Il peut associer à ses travaux le responsable de l'audit interne et le réviseur aux comptes de la Banque. Lors de sa réunion du 8 décembre 2005, le Conseil a procédé à la nomination des membres du Comité d'audit pour l'exercice 2006 : MM. Pit Hentgen, Mathias Hinterscheid et Nico Reyland. M. Yves Mersch est également membre de plein droit en tant que Président du Conseil. Le Comité est présidé par un des ses membres non-exécutifs, M. Pit Hentgen.

Au cours de l'année 2005, le Comité a tenu 3 réunions.

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.

Sans préjudice de l'indépendance du Directeur général par rapport à toute instruction en sa qualité de membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, la Direction prend ses décisions en tant que collège.

La Direction comprend le Directeur général et deux Directeurs.

Directeur général : Yves Mersch Directeurs : Andrée Billon et Serge Kolb

4.1.3 Les mécanismes de contrôle

Divers mécanismes de contrôle internes et externes ont été établis par la Banque afin d'assurer en toute sécurité et dans le respect des allocations budgétaires le bon déroulement de ses activités et opérations.

Les mécanismes de contrôle interne

La BCL s'est dotée d'un système de contrôle interne basé sur les normes généralement admises dans le secteur financier en tenant compte de ses activités spécifiques de banque centrale. Les principes de ce contrôle interne ainsi que la répartition des différentes responsabilités dans ce domaine sont précisés par les circulaires internes et le manuel des procédures.

Un premier contrôle interne des activités a été mis en place par la Direction au niveau de la gestion générale de la Banque. La responsabilité du fonctionnement effectif de ce contrôle interne incombe aux responsables hiérarchiques de la Banque et leurs collaborateurs. Certains contrôles fonctionnels sont assurés par des unités administratives spécifiques permettant d'assurer une séparation des tâches adaptées à l'activité de la Banque.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

La gestion des risques financiers est effectuée par la cellule organisation et gestion des risques, qui suit quotidiennement et indépendamment du front-office l'ensemble des positions des portefeuilles de la Banque. Les rapports établis à destination des différents intervenants et responsables hiérarchiques reprennent sur une base journalière l'évolution de toutes les positions des portefeuilles de la Banque en ce qui concerne la perfomance et l'évolution de l'exposition au risque.

Les orientations stratégiques de la Banque sont définies dans un contexte de mesure de la perfomance, selon la méthode de la Balanced Scorecard et en s'appuyant sur le "Positionnement de la Banque", document approuvé par le Conseil et publié sur le site internet de la Banque.

Depuis 2005 un compliance officer contrôle les transactions portant sur les signes monétaires destinés au public et aux professionnels afin de prévenir tout risque de blanchiment.

Un deuxième niveau de contrôle interne est exercé par l'audit interne qui examine et évalue, sur base des objectifs et de la méthodologie retenus, l'adéquation et l'efficacité du système de contrôle interne en place. L'audit interne intervient en tant qu'autorité de contrôle indépendante des autres unités administratives de la Banque et rapporte directement au Président.

Le responsable de l'audit interne peut également être associé aux travaux du Comité d'audit de la Banque. De façon générale, l'audit interne suit les objectifs et la procédure de reporting fixée au sein du SEBC.

Les mécanismes de contrôle externe

Un premier contrôle externe des activités de la Banque est effectué par la vérification des comptes de la Banque par son réviseur d'entreprise dont la nomination est annuellement proposée par le Conseil de la Banque au gouvernement. Par ailleurs le réviseur aux comptes est chargé par le Conseil de procéder à des examens et contrôles spécifiques complémentaires annuels. Au niveau européen, le réviseur aux comptes de la Banque est agréé par le Conseil des ministres sur recommandation du Conseil des gouverneurs de la BCE. Dans ce contexte le réviseur externe est chargé de certaines missions spécifiques à l'égard de l'Eurosystème.

Les statuts du SEBC et de la BCE prévoient que les banques centrales agissent conformément aux orientations et aux instructions de cette dernière. Le respect de ces dispositions est suivi au niveau européen par le Conseil des gouverneurs de la BCE qui peut demander tout complément d'information.

4.1.4 Rapports, comptes et budget

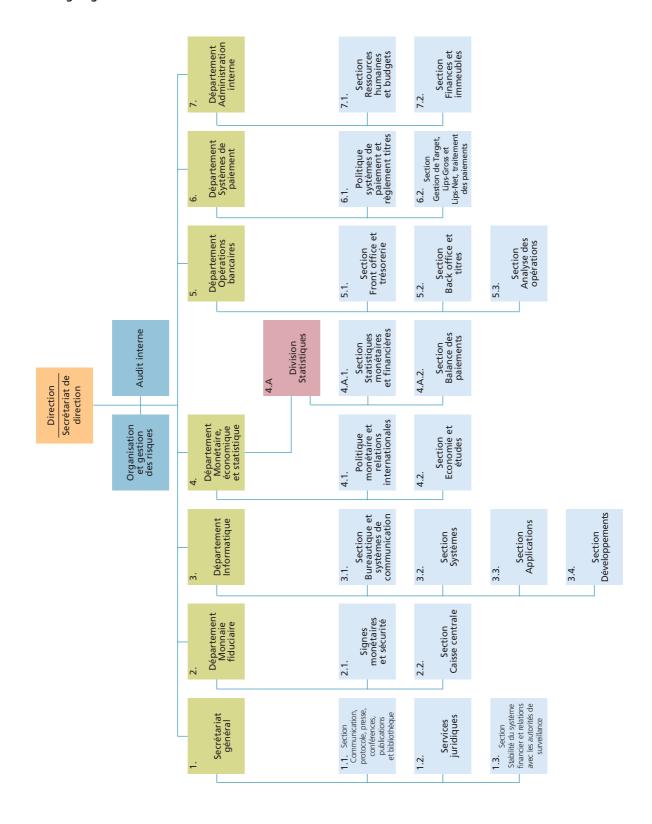
Le budget, les comptes annuels, et les rapports approuvés par le Conseil sont transmis au gouvernement et à la Chambre des Députés. Le gouvernement en Conseil est appelé à décider sur la décharge à donner aux organes de la Banque. Cette décision ne saurait mettre en cause les obligations de la Banque dans le cadre du SEBC et est prise sans préjudice de l'indépendance des organes de la Banque vis-à-vis du gouvernement. La décision constatant la décharge accordée aux organes de la Banque ainsi que les comptes annuels sont publiés au Mémorial.

4.1.5 Les Codes de conduite

La Banque a établi un Code de conduite définissant des règles de conduite interne et externe applicables à tous les collaborateurs de la Banque. Sans préjudice des règles prévues par le droit de la fonction publique, de la législation sociale et des engagements contractuels préexistants, ce Code prévoit des normes déontologiques de non-discrimination, de solidarité, d'efficacité et d'indépendance dont le strict respect incombe à tous ses destinataires. Des dispositions particulières du Code de conduite sont d'application pour les collaborateurs qui sont affectés à des postes spécifiques de responsabilité.

Depuis 2002, la BCE requiert l'adhésion individuelle des membres du Conseil des gouverneurs à un code de conduite propre, qui prévoit des normes de conduite les plus exigeantes en matière d'éthique professionnelle. Les membres du Conseil des gouverneurs doivent faire preuve d'honnêteté, d'indépendance, d'impartialité et de discrétion, ne pas prendre en considération leur intérêt personnel et éviter toute situation susceptible de donner lieu à un conflit d'intérêt personnel. Ces devoirs sont prolongés pendant un an après la cessation de leurs fonctions.

4.1.6 L'organigramme de la BCL



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 2005, le nombre d'agents de la BCL a légèrement diminué de 1,46% pour atteindre un total de 203 personnes au 31 décembre 2005. Ces collaborateurs occupent 192,5 postes en termes d'équivalents-temps plein, une diminution de 1,79% par rapport à 2004. Les agents sont de 8 nationalités différentes ce qui contribue à la diversité du capital humain de la BCL et à son enrichissement.

Le fait que le nombre d'agents ait diminué proportionnellement moins vite que l'effectif équivalent-temps plein résulte de l'augmentation constante du nombre de personnes bénéficiant d'un travail à temps partiel en 2005 par rapport à l'exercice 2004.

Ainsi, au 31 décembre 2005, vingt et un agents occupaient un poste à temps partiel :

travail à temps partiel (50%): 5 agents
travail à temps partiel (75%): 6 agents
congé pour travail à mi-temps: 10 agents

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

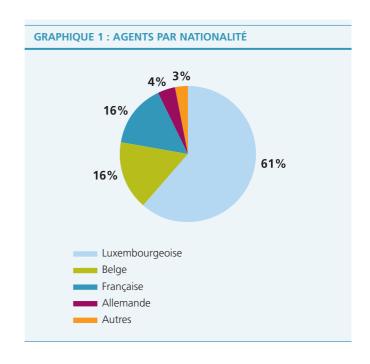
Finalement, deux agents bénéficiaient d'un congé sans traitement et deux agents d'un congé spécial.

L'effectif moyen travaillant à la BCL en 2005 était de 205,5 personnes, contre 205 en 2004.

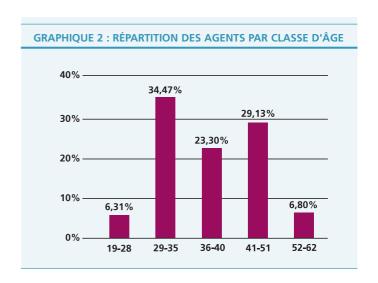
L'effectif total autorisé pour l'année 2005 était de 214 postes équivalents-temps plein. Le nombre de postes équivalents-temps plein pour l'année 2006 reste fixé au même total.

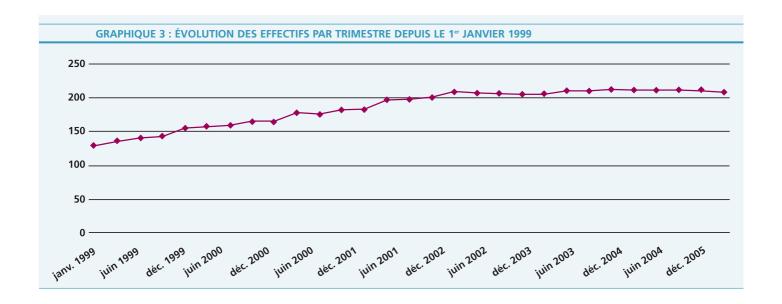
Au courant de l'exercice 2005, 4 membres du personnel ont quitté la Banque, dont un agent qui bénéficie de la mise à la retraite. En revanche, il n'y a pas eu de recrutement au cours de 2005. La BCL a reçu 380 demandes d'emploi spontanées et 194 candidatures pour un stage ou un emploi de vacances.

La BCL a proposé à huit étudiants ayant essentiellement suivi des études universitaires en relation avec les activités de la Banque, des stages d'une durée de six semaines à deux mois et à un étudiant inscrit en doctorat un stage d'une durée d'une année au sein du Département Monétaire, économique et statistique de la Banque.



La moyenne d'âge du personnel de la BCL a légèrement augmenté pour passer de 37,30 ans fin 2004 à 38,47 ans au 31 décembre 2005. Les effectifs à cette date se composent de 34% d'agents féminins et de 66% d'agents masculins.





4.2.2 La gestion des ressources humaines

Au cours des mois de septembre à novembre 2005, la Direction a mandaté une société externe pour mener une étude en vue de l'analyse des processus existants au sein de la Banque. Cette étude a abouti à un diagnostic de la situation actuelle et a permis d'identifier au niveau de la gestion des ressources humaines un plan d'action concret tendant à mobiliser les talents des agents de la BCL. Ainsi, les agents seront appelés à devenir les acteurs de leur propre développement. Dans ce contexte, un poids beaucoup plus important sera apporté à la reconnaissance de la performance et aux possibilités de développement proposées (rotation interne, stages au sein du SEBC, formation).

Il conviendra ainsi d'exploiter au mieux le système des entretiens de bilan annuel en place à la BCL aussi bien en ce qui concerne l'atteinte des objectifs qui ont été fixés à chaque agent que l'identification des besoins en formation.

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. Dans cette optique, la formation contribue à l'efficience recherchée dans l'emploi des ressources intellectuelles et à l'atteinte des axes caractérisant son action, assurée par un personnel spécialisé, la qualité des services fournis ou encore la stabilité induite par la vision à long terme. La formation est une condition suffisante nécessaire au bon développement de la Banque.

Pour que la formation puisse pleinement satisfaire à ce rôle, un volet supplémentaire a été élaboré au cours de l'exercice 2005 dans le cadre de la politique de formation de la Banque. En effet, un concept visant à réconcilier au mieux les objectifs à atteindre et les exigences découlant de la stratégie de la Banque avec l'identification des besoins en formation devrait permettre d'élaborer le plan de formation optimal pour chaque collaborateur. Il s'agit donc essentiellement de privilégier la définition des besoins en formation en termes d'objectifs à atteindre pour décider des choix en matière de formation. L'identification de ces besoins sera faite par des personnes connaissant parfaitement les métiers de la Banque et qui sont sensibles à l'efficacité organisationnelle ; il s'agit en l'occurrence des répondants formation. Après l'élaboration de ce concept très ambitieux, il s'agira de le mettre en œuvre au sein de la Banque au cours des années 2006 et 2007.

La politique de formation à mettre en place au sein de la BCL poursuit plusieurs buts :

- elle doit permettre le développement d'une mobilité interne accrue au sein de la BCL en assurant l'adéquation entre les compétences des collaborateurs et les exigences de la Banque;
- elle doit s'inscrire dans le cadre de la prise de conscience d'une identité partagée au sein de l'Eurosystème qui s'est matérialisée dans l'élaboration de trois documents qui ont été adoptés par le Conseil des gouverneurs de la BCE en janvier 2005, à savoir la Déclaration de mission, les Orientations stratégiques et les Principes d'organisation de l'Eurosystème. Les formations proposées dans ce contexte au niveau de l'Eurosystème tendent à promouvoir l'esprit d'équipe et à aider l'ensemble du personnel à comprendre qu'ils font partie intégrante de l'Eurosystème.

Ainsi, 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.

4.2.4 Le Fonds de pension

L'article 14 de la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg prévoit que les droits légaux à pension de chaque agent de la BCL sont ceux qui correspondent à son statut juridique, par exemple : fonctionnaire, employé de l'Etat, employé privé ou ouvrier.

La prise en charge et le financement de ces pensions sont régis par les dispositions qui suivent au paragraphe (4) (b) :

"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, l'article 35, paragraphe (4) (a) prévoit, quant aux pensions relevant du régime contributif avant leur entrée en fonction 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."

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 composé des membres de la Direction de la BCL, de deux représentants du personnel élus, de deux membres cooptés assurant la fonction de gestionnaire délégué et d'un membre de la représentation du personnel, ainsi que le Comité tactical benchmark.

Par un arrêt de la Cour Supérieure de justice du 20 avril 2005, deux caisses de pension luxembourgeoises ont été condamnées à verser au Fonds de pension de la Banque les cotisations antérieurement perçues par ces caisses, conformément à l'article 35 de la loi du 23 décembre 1998.

Le volet financement du Fonds étant dorénavant clarifié par l'arrêt de la Cour et l'exécution de la décision, il reste à compléter le volet de la réglementation applicable en matière de coordination des régimes de pension nationaux, voire internationaux, impliquant des transferts à opérer par la BCL via ou vers son Fonds de pension.

Concrètement, il s'agit de reconnaître le Fonds de pension de la Banque comme acteur à part entière dans les processus de prise de décision pouvant affecter les droits individuels en matière de transfert de droits de pension à l'intérieur du pays voire à l'extérieur mais également l'étendue des décisions en matière d'incapacité de travail ainsi que la coordination administrative sous-jacente à ces différents domaines.

Le souci de sécurité juridique et de protection des droits individuels a donc amené la Banque à se réunir - dès que le jugement cité ci-dessus était coulé en force de chose jugée - à plusieurs reprises avec les autres acteurs de la Sécurité sociale concernés ainsi que l'Administration du personnel de l'Etat en vue de propositions de réformes législatives à concrétiser au cours de l'exercice 2006, réformes devant nécessairement concilier les besoins de mobilité des travailleurs avec les principes d'indépendance financière de la Banque et son autonomie de fonctionnement.

Sur cette toile de fond, il a été convenu qu'un avant-projet de texte modifiant la loi du 28 juillet 2000 ayant pour objet la coordination des régimes de pension ou tout autre texte affectant les droits individuels des affiliés et bénéficiaires du Fonds BCL sera préparé par l'Inspection générale de la Sécurité Sociale puis soumis au législateur national.

4.3 Les immeubles

L'année 2005 était essentiellement marquée par les travaux de gros-œuvre et d'achèvement du bâtiment sis au boulevard Prince Henri. A côté des travaux de façade en verre et pierre les travaux d'ordre technique ont été entamés.

L'achèvement sera réalisé dans les délais prévus, à la fin de 2006. Les contraintes budgétaires seront respectées.

Pour ce qui est du siège de la Banque au boulevard Royal, les travaux se sont concentrés sur l'entretien du patrimoine immobilier et technique. Par ailleurs, des travaux d'adaptation ont eu lieu de sorte que la conformité des installations avec les normes en vigueur reste garantie.

En ce qui concerne le dossier de la sécurité et santé au lieu de travail, une analyse des postes à risque a été faite en collaboration avec le service médical de la Fonction Publique.

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. L'Eurosystème impose un reporting journalier de la situation active et passive de chaque banque centrale membre selon des règles harmonisées.

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 comptabilité analytique fournit des indicateurs en termes de coûts et des paramètres de décision en matière de facturation de prestations. La méthode utilisée est conforme aux règles déterminées au niveau de l'Eurosystème. Elle consiste à répartir les charges opérationnelles de la BCL selon leur destination, c'est-à-dire sur les sections ou cellules concernées et à déterminer les charges inhérentes à chaque activité de la Banque.

La Banque publie sa situation active et passive sur une base mensuelle via son site internet.

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'activités complète l'analyse 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 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'intérêt, taux de change et autres variables relatives à l'Eurosystème et à l'environnement économique.

Les organes 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 2005 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. À 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 à une gestion optimale des dépenses. Les charges opérationnelles de l'année 2005 sont restées dans les limites budgétaires approuvées par le Conseil.

D'un point de vue global, il convient de souligner que le budget de la BCL traduit les valeurs d'entreprise de la Banque qui sont :

- le professionnalisme
- la qualité dans la fourniture des services
- la stabilité par une vision à long terme
- l'objectivité par des règles précises appliquées de manière égale à leurs destinataires
- l'intégrité par la transparence du fonctionnement et le respect de l'éthique professionnelle.

En ce qui concerne les prévisions pour l'exercice 2006, un certain nombre de priorités ont d'ores et déjà été identifiées dans le cadre du réexamen des objectifs de la BCL. Il s'agira en conséquence de développer la création d'une vision attractive de la Banque, la construction d'une orientation commune, le renforcement de l'efficacité et de la responsabilisation au sein de la Banque, l'alignement de la structure organisationnelle ainsi que la mobilisation des talents des agents.

Finalement, il s'agira d'explorer certaines pistes allant dans le sens de l'analyse de la possibilité d'une centralisation de certaines tâches administratives et d'un redéploiement de certaines ressources internes.

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 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 2005, des missions dans les domaines du mécanisme de change européen (MCE) II, du transport et du stockage des signes monétaires, des systèmes statistiques, des télécommunications et de l'informatique.

4.6 Les comptes financiers au 31 décembre 2005

4.6.1 Les chiffres-clés à la clôture du bilan

	2004	2005	Variation en % 2005/2004
Total du bilan	34.795.519.545	43.907.910.680	26%
Dépôts des établissements de crédit	5.063.321.077	6.810.321.790	35%
Créances envers les établissements de crédit	28.353.710.277	31.797.051.656	12%
Non exigible (1), comptes de réévaluation, provisions administratives			
et risques bancaires spécifiques	456.816.923	531.760.240	16%
Produit net bancaire (2)	81.998.162	84.434.406	3%
Total des revenus nets	36.851.687	42.335.991	15%
Frais généraux administratifs	29.225.981	29.236.695	0%
Résultat net	2.605.967	2.601.176	0%
Cash Flow (3)	56.200.003	74.824.801	33%
Personnel	206	203	-1%
Part de la BCL dans le capital de la BCE	0,1568%	0,1568%	
Part de la BCL dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystèm	ne 8,213%	7,832%	

⁽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.

4.6.2 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 2005. 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 2005 ainsi que du résultat de l'exercice se terminant à cette date.

DELOITTE S.A. Luxembourg, le 8 mars 2006

Réviseur d'entreprises

Pascal Pincemin Vafa Moayed
Partner Partner

4.6.3 Le bilan au 31 décembre 2005

(exprimé en euros)

	Note	2005	2004
		EUR	EUR
ACTIF			
Avoirs et créances en or	3	32.207.057	23.860.617
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	4	203.694.972	218.661.158
- créances sur le FMI		63.001.000	113.377.895
- comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises		140.693.972	105.283.263
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	5	31.704.438	51.831.953
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6	1.037.748.672	466.612.637
- comptes auprès de banques, titres et prêts		1.037.748.672	466.612.637
Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations			
de politique monétaire	7	31.796.282.172	28.353.620.150
- opérations principales de refinancement	7.1	24.611.000.000	21.478.000.000
- opérations de refinancement à long terme	7.2	7.185.139.250	6.875.620.150
- facilités de prêt marginal	7.5	142.922	0
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	8	769.484	90.127
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	9	1.678.903.325	1.463.985.126
Créances envers l'Eurosystème	10	7.876.701.417	3.488.282.255
- participation au capital de la BCE	10.1	9.660.235	9.660.235
- créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférés	10.2	87.254.014	87.254.014
- autres créances envers l'Eurosystème	10.3	7.779.787.168	3.391.368.006
Valeurs en cours de recouvrement		180	192
Autres actifs	11	1.249.898.963	728.575.330
- immobilisations corporelles et incorporelles	11.1	62.072.621	58.365.712
- autres actifs financiers	11.2	1.034.432.666	582.682.793
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		0	607.500
- comptes de régularisation	11.3	108.605.281	60.940.395
- divers	11.4	44.788.395	25.978.930
Total de l'actif		43.907.910.680	34.795.519.545

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

Le bilan au 31 décembre 2005 (suite)

(exprimé en euros)

	Note	2005 EUR	2004 EUR
PASSIF			
Billets en circulation	12	1.141.736.320	1.012.539.140
Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro			
liés aux opérations de politique monétaire	13	6.810.321.790	5.063.321.077
- comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	13.1	6.810.321.790	5.063.321.077
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	14	514.683.375	554.852.262
- engagements envers des administrations publiques	14.1	514.683.375	554.852.262
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	15	314.195.393	58.327.526
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	16	47.455.312	51.854.230
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	17	20.513.855	19.321.918
Engagements envers l'Eurosystème	18	34.202.831.350	27.341.616.355
- engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	18.1	34.202.831.350	27.341.616.355
Valeurs en cours de recouvrement	19	9.735.110	3.947.631
Autres engagements	20	237.388.936	160.572.809
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		1.205.990	664.000
- comptes de régularisation		190.360.110	141.871.653
- divers		45.822.836	18.037.156
Provisions	21	412.064.679	355.941.192
Comptes de réévaluation	22	48.960.115	27.802.136
Capital et réserves	23	145.423.269	142.817.302
- capital	23.1	25.000.000	25.000.000
- réserves	23.2	120.423.269	117.817.302
Bénéfice de l'exercice		2.601.176	2.605.967
Total du passif		43.907.910.680	34.795.519.545

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

4.6.4 Le hors bilan au 31 décembre 2005

(exprimé en euros)

	Note	2005 EUR	2004 EUR
Titres reçus en garantie	24	145.773.541.714	132.113.030.126
Garanties émises et instruments similaires	25	1.900.000.000	1.900.000.000
Réserves de change gérées pour le compte de la Banque centrale européenne	26	92.352.754	76.187.489
Contrats à terme ferme	27	101.625.000	694.214.750
Collection numismatique		125.249	122.709
		147.867.644.717	134.783.555.074

4.6.5 Le compte de profits et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2005

(exprimé en euros)

	Note	2005 EUR	2004 EUR
Intérêts reçus	28	868.636.311	669.225.751
Intérêts payés	28	(779.311.460)	(585.693.474)
Revenus nets d'intérêts	28	89.324.851	83.532.277
Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières	29	10.643.464	5.951.518
Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises	30	(15.693.001)	(7.422.706)
Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marché	31	(46.032.505)	(41.498.079)
Résultat net d'opérations financières, corrections de valeur et provisions		(51.082.042)	(42.969.267)
Commissions perçues	32	9.723.673	7.648.934
Commissions payées	32	(9.564.581)	(7.711.862)
Résultat net sur commissions	32	159.092	(62.928)
Produits des participations	33	-	-
Résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire	34	(10.394.032)	(14.320.344)
Autres revenus	35	14.328.122	10.671.948
Total des revenus nets		42.335.991	36.851.686
Frais de personnel	36	(18.753.866)	(17.858.894)
Autres frais généraux administratifs	37	(8.233.361)	(7.622.472)
Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	11.1, 38	(5.296.464)	(5.019.739)
Frais relatifs à la production de signes monétaires	39	(714.270)	(497.560)
Autres frais	40	(6.736.854)	(3.247.054)
Résultat de l'exercice		2.601.176	2.605.967

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

4.6.6 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2005

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'intérêts et aux prix du marché sont comptabilisées 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 1er 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 aux 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 seigneuriage de la BCE, résultant de la part de 8% des billets en euro qui est attribuée à la BCE, ne sera pas distribué pour l'exercice 2005. Le revenu a été affecté à la constitution d'une provision pour risque de change et d'intérêt et de risque sur or dans les comptes de la BCE.

2.9 Avoirs et engagements envers l'Eurosystème

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

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

2.10 Immobilisations corporelles et incorporelles

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

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

2.11 Fonds de pension

Depuis le 1er 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 2005, la BCL détient 2.063,73 onces d'or pour une valeur de 0,9 million d'euros (2.202,23 onces d'or pour une valeur de 0,7 million d'euros au 31 décembre 2004) 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 31,3 millions d'euros (23,2 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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 30 décembre 2005.

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

	2005 EUR	2004 EUR
Créances sur le FMI	63.001.000	113.377.895
Comptes auprès de banc titres, prêts et autres ac		
en devises	140.693.972	105.283.263
	203.694.972	218.661.158

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 nonmembres 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 pouvant être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire.

Le portefeuille d'un montant de 71,7 millions d'euros au 31 décembre 2005 (contre 52,8 millions d'euros au 31 décembre 2004) 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 2005, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 0,4 million d'euros (moins-values d'évaluation de 0,2 million d'euros au 31 décembre 2004).

Les avoirs en banques s'élèvent à 68,9 millions d'euros au 31 décembre 2005 (contre 52,5 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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 sur des non-résidents de la zone euro

	2005 EUR	2004 EUR
Comptes auprès de banques Titres	6.711.897 1.031.036.775	589.696 466.022.941
1	.037.748.672	466.612.637

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 2005, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 14,2 millions d'euros (moins-values d'évaluation de 4,9 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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'une mise à disposition 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 :

	2005 EUR	2004 EUR
Opérations principales de refinancement	24.611.000.000	21.478.000.000
Opérations de refinanceme à long terme	ent 7.185.139.250	6.875.620.150
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Cessions temporaires à des fins structurelles	-	-
Facilité de prêt marginal	142.922	-
Appels de marge versés	-	-
	31.796.282.172	28.353.620.150

7.1 Opérations principales de refinancement

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

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.

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 BCL, 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 1.679 millions d'euros au 31 décembre 2005 (contre 1.464 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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 2005, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 16,2 millions d'euros (moins-values d'évaluation de 1,5 million d'euros au 31 décembre 2004).

Note 10 - Créances envers l'Eurosystème

10.1 Participation au capital de la BCE

Conformément à l'article 28 des statuts du SEBC, les BCN 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 1er janvier 2004. Le 1er 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.

Au 31 décembre 2005, la part détenue par la BCL dans le capital de la BCE est de 0,1568%, soit 9.660.235 euros, sur un total de capital souscrit de la BCE de 5,565 milliards d'euros au total (sans changement par rapport au 31 décembre 2004).

Par ailleurs, la part de la BCL dans le total des fonds propres de la BCE reflète le rachat de réserves de la BCE pour un montant de 0,9 million d'euros.

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.

Au 31 décembre 2005, la créance de la BCL s'élève à 87.254.014 euros (sans changement par rapport au 31 décembre 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 7,8 milliards d'euros au 31 décembre 2005 (créance de 3,4 milliards d'euros au 31 décembre 2004).

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 :

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 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 l'état d'avancement des travaux est conforme aux prévisions.

Les bâtiments "Pierre Werner" et celui situé au boulevard Prince Henri sont considérés comme immeubles neufs et amortis sur 25 ans tandis que les investissements 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 :

	2005 EUR	2004 EUR
Autres participations	216.994	162.033
Fonds de pension	78.219.526	64.005.693
Portefeuille-titres	955.996.146	518.515.067
	1.034.432.666	582.682.793

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.

	Immeubles	Matériel et mobilier	Logiciels	Total
	EUR	EUR	EUR	EUR
Valeur brute au 01.01.2005	73.791.708	9.689.846	3.934.114	87.415.668
Cessions	-	(72.719)	-	(72.719)
Acquisitions	7.535.465	1.247.421	220.487	9.003.373
Valeur brute au 31.12.2005	81.327.173	10.864.548	4.154.601	96.346.322
Amortissements cumulés au 01.01.2005	19.060.369	7.008.130	2.981.457	29.049.956
Cessions	-	(72.719)	-	(72.719)
Dotations	3.396.806	1.349.845	549.813	5.296.464
Amortissements cumulés au 31.12.2005	22.457.175	8.285.256	3.531.270	34.273.701
Valeur nette au 31.12.2005	58.869.998	2.579.292	623.331	62.072.621

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 2005.

Le portefeuille-titres repris sous cette rubrique correspond au 31 décembre 2005 aux titres détenus par la BCL dans un but de placement, en réemploi de ses fonds permanents pour un total de 956 millions d'euros (518,5 millions d'euros au 31 décembre 2004). Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2005, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de plus-values d'évaluation de 5,4 millions d'euros (plus-values de 14 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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 2006 et les produits à recevoir.

11.4 Divers

	2005 EUR	2004 EUR
Prélèvements anticipés Autres	9.735.000 35.053.395	3.947.500
	44.788.395	25.978.930

La sous-rubrique intitulée "Prélèvements anticipés" correspond au montant de billets en euros commandés par des établissements de crédit au 31 décembre 2005 et qui n'ont pas encore été mis en circulation à cette date.

La sous-rubrique "Autres" comprend 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 et une créance en relation avec le fonds de pension.

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 1.141,7 millions d'euros (1.012,5 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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

	2005 EUR	2004 EUR
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	6.810.321.790	5.063.321.077
Facilité de dépôt	-	-
Reprises de liquidités en blanc	-	-
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Appels de marge reçus	-	-
	6.810.321.790	5.063.321.077

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 :

	2005 EUR	2004 EUR
Compte courant	567.560	597.552
Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor	124.115.815	104.254.710
Dépôts à terme	390.000.000	450.000.000
	514.683.375	554.852.262

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

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

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. Le produit correspondant, 4,3 millions d'euros (4,9 millions d'euros pour l'exercice 2004), 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 millions, soit 20,5 millions d'euros au 31 décembre 2005 (DTS 17 millions, soit 19,3 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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 2005, le montant des billets en Francs luxembourgeois restant en circulation s'élève à 5,6 millions d'euros (5,8 millions d'euros au 31 décembre 2004).

Note 21 - Provisions

Les provisions se présentent comme suit :

	2005 EUR	2004 EUR
Provision pour risques bancaires	327.182.153	281.149.648
Provision pour pensions	79.680.870	71.758.670
Autres provisions	5.201.656	3.032.874
	412.064.679	355.941.192

21.1 Provision pour risques bancaires

La provision pour risques bancaires s'analyse comme suit :

	2005 EUR	2004 EUR
Due, delene en en un		
Provision en couverture du risque de crédit	141.982.925	112.937.113
Provision en couverture du risque opérationnel	11.150.000	13.000.000
Provision en couverture du risque de liquidité	13.523.377	11.658.367
Provision en couverture		
du risque de taux d'intérêt	200.000	200.000
	166.856.302	137.795.480
Provision pour risques bancaires généraux		
Provision pour obligations		
résultant d'accords monétaires	32.341.954	32.341.954
Autre provision pour		
risques bancaires généraux	127.983.897	111.012.214
	160.325.851	143.354.168
	327.182.153	281.149.648

21.1.1 Provision en couverture du risque de crédit

La provision de 142 millions d'euros (112,9 millions d'euros au 31 décembre 2004) correspond à :

- 4% de la valeur de marché des titres existants au 31 décembre 2003 et maintenue au 31 décembre 2005 (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 2005 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 relevantes 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 (y inclus les paiements faits dans le cadre de la répartition du revenu monétaire) de la moyenne des trois derniers exercices conformément au document émis par le Comité de Bâle.

21.1.3 <u>Provision pour obligations résultant d'accords monétaires</u>

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 avait 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 <u>Autre provision pour risques bancaires généraux</u>

Dans le cadre de sa politique de prudence et de sauvegarde de ses actifs, la BCL a doté au cours de l'exercice 2005 la provision pour risques bancaires généraux de 17 millions d'euros (17,9 millions d'euros pour l'exercice 2004) 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 :

	2005 EUR	2004 EUR
Provision pour pensions	77.289.000	69.366.800
Provision pour égalisation et aléas financiers	850.252	850.252
Provision pour augmentation PBO	1.541.618	1.541.618
	79.680.870	71.758.670

21.2.1 <u>Provision pour pensions</u>

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 77,3 millions d'euros au 31 décembre 2005 (69,4 millions d'euros au 31 décembre 2004).

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. Depuis cette date la provision n'a plus évolué.

21.2.3 Provision pour augmentation PBO

La provision de 1,5 millions d'euros (1,5 millions d'euros au 31 décembre 2004) est destinée à couvrir la charge engendrée par les nouveaux agents en matière de pension, invalidité et décès faisant déjà partie de l'effectif ou inscrits au budget 2005 mais qui ne figurent pas dans le décompte des obligations du fonds de pension au 31 décembre 2005. 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.

21.3 Autres provisisons

La provision de 5,2 millions d'euros (3 millions d'euros au 31 décembre 2004) a été constituée pour la différence entre le montant de la créance sur les caisses de pensions destiné à la reconstitution du fonds de réserve tel que statué par la Cour d'Appel (suite à l'action judiciaire engagée par la BCL) et la créance nette enregistrée au bilan. La décision de la Cour d'Appel n'a pas fait l'objet d'un recours auprès de la Cour de Cassation. Le montant repris à l'actif a été déterminé conjointement selon les principes directeurs qui régiront les relations financières futures entre la BCL et les caisses de pensions (voir également note 35).

La provision de 3 millions d'euros constituée par la BCL en 2004 afin de compenser la perte de la BCE a été utilisée suite à la décision 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.

23.2 Réserves

Le montant des réserves s'élève à 120,4 millions d'euros (117,8 millions d'euros au 31 décembre 2004). Ce montant a augmenté au cours de l'exercice de 2,6 millions d'euros suite à l'affectation du bénéfice de l'exercice 2004 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 2005, la valeur de marché des titres ainsi déposés en garantie auprès de la BCL s'élève à 145,8 milliards d'euros (132,1 milliards d'euros au 31 décembre 2004).

Note 25 - Garanties émises et instruments similaires

	2005 EUR	2004 EUR
Garanties émises et instruments similaires	1.900.000.000	1.900.000.000

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 la partie des réserves en devises de la BCE qui est gérée par la BCL et évaluée au cours du marché.

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 portefeuilletitres et dans le but de moduler la duration du portefeuilletitres existant en fonction des conditions du marché.

Au 31 décembre 2005, l'engagement global lié à ces contrats à terme s'élève à 101,6 millions d'euros (694,2 millions d'euros au 31 décembre 2004). 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 millions d'euros au 31 décembre 2005 (5,2 millions d'euros au 31 décembre 2004).

Note 28 - Revenus nets d'intérêts

Cette rubrique comprend les intérêts reçus, déduction faite des intérêts payés, sur les avoirs et engagements en devises et en euros. Le détail des intérêts reçus et payés est le suivant :

Intérêts reçus par type

	Montants en devises EUR		Montants en euros EUR	
	2005			2004
FMI	2.394.911	2.201.200	-	-
Politique monétaire	-	-	622.542.527	537.611.506
Avoirs envers l'Eurosystème	-	-	148.403.622	67.627.565
Titres	2.762.511	846.835	89.498.935	59.758.435
Or	406.745	371.258	-	-
Autres	2.537.122	667.778	89.938	141.174
Total	8.101.289	4.087.071	860.535.022	665.138.680

Intérêts payés par type

	Montants	Montants en devises		Montants en euros	
	EUR		EUR		
	2005	2004	2005	2004	
FMI	(529.901)	(368.866)	-	-	
Comptes courants (y inclus comptes de réserves)					
et dépôts liés aux opérations de politique monétaire	-	-	(146.465.831)	(136.206.536)	
Engagements nets liés à la répartition					
des billets en euros dans l'Eurosystème	-	-	(625.344.817)	(441.887.406)	
Autres engagements envers l'Eurosystème	-	-	(26.768)	(919.153)	
Intérêts sur dépôts à terme	-	-	(4.284.514)	(869.228)	
Autres engagements	(1.707.550)	(538.813)	(952.079)	(713.961)	
Total	(2.237.451)	(907.679)	(777.074.009)	(584.785.795)	

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

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 2005, elles s'élèvent respectivement à 17,4 millions d'euros (15,4 millions d'euros au 31 décembre 2004) et à 6,8 millions d'euros (9,4 millions d'euros au 31 décembre 2004), soit un bénéfice net de 10,6 millions d'euros (6 millions au 31 décembre 2004).

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

Cette rubrique comprend les moins-values d'évaluation sur les titres pour 15,5 millions d'euros et sur les instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché pour 0,2 million d'euros pour l'exercice 2005 (respectivement 0,7 et 0,7 million d'euros en plus de 6 millions d'euros sur devises pour l'exercice 2004).

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 EUR		ns payées JR
	2005	2004	2005	2004
Titres	9.119.748	7.309.392	(9.488.128)	(7.610.313)
Autres	603.925	339.542	(76.453)	(101.549)
Total	9.723.673	7.648.934	(9.564.581)	(7.711.862)

Note 33 - Produits des participations

Cette rubrique comprend éventuellement le dividende distribué par la Banque centrale européenne. Aucun dividende n'a été distribué au titre de l'exercice 2005.

En 2005, le revenu de la BCE relatif au droit de seigneuriage pour un montant de 868 millions d'euros a été retenu en totalité par la BCE en accord avec une décision du Conseil des gouverneurs concernant l'établissement d'une provision pour risque de change, pour risque sur taux d'intérêts et pour risque sur le prix de l'or.

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).

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

	(en millions d'euros)	
	2005	2004
Revenu monétaire mis en commun par la BCL dans l'Eurosystème	(31,9)	(29,2)
Revenu monétaire alloué à la BCL par l'Eurosystème	21,5	17,9
Rétention du revenu monétaire en faveur de la BCE	0,0	(3,0)
Revenu monétaire net mis en commun	(10,4)	(14,3)

Note 35 - Autres revenus

Les autres revenus comprennent, à hauteur de 4,3 millions d'euros (4,9 millions d'euros pour 2004), 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 2005 (voir également note 14.1), le revenu correspondant à la rémunération de la créance envers les caisses de pension ainsi que le remboursement des sommes prises en charge par la BCL pour le compte de ces caisses au cours des exercices 2001 à 2005 pour 5,2 millions d'euros (0 million d'euros pour 2004). 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 472.927 euros pour l'exercice 2005 (456.830 euros pour l'exercice 2004).

Au 31 décembre 2005, les effectifs de la BCL s'élèvent à 203 agents (206 au 31 décembre 2004). L'effectif moyen de la BCL pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2005 est de 206 agents (205 pour l'exercice 2004).

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 71.082 euros pour l'exercice 2005 (68.237 euros pour 2004).

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.

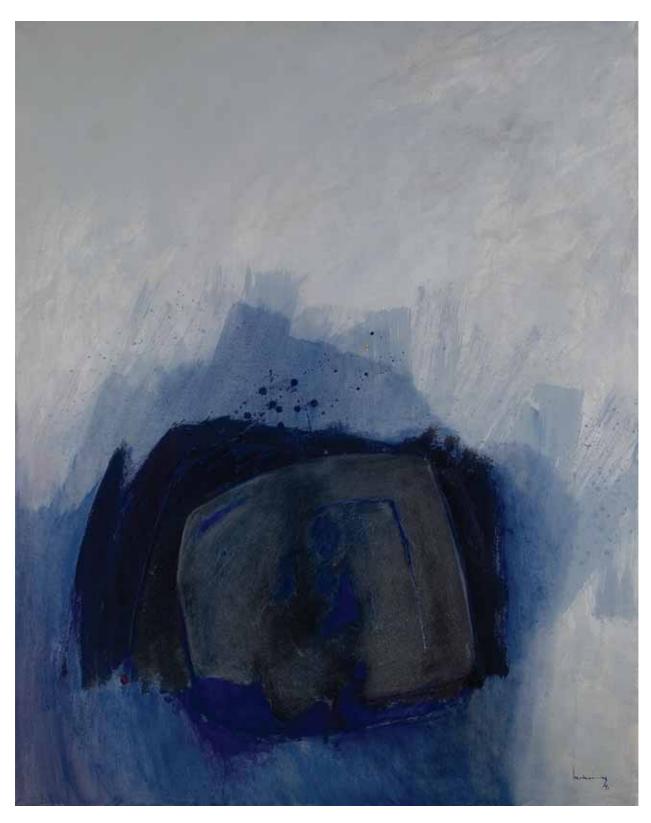
Note 39 - Frais relatifs à la production de signes monétaires

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 (voir également note 21.3) et les frais liés à la fabrication des pièces de monnaies.





Artiste: Roger Bertemes Titre: The Blue Abstraction Support: Huile sur toile Format: 150 x 120 cm Collection BCL

5. ANNEXES

5.1 Liste des circulaires de la BCL publiées en 2005

- Circulaire BCL 2005/188 du 13 mai 2005 Modification des conditions générales de la BCL - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux).
- Circulaire BCL 2005/189 du 13 mai 2005 Enquêtes sur l'investissement direct étranger - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux).
- Circulaire 2005/190 du 11 juillet 2005 Collecte des données balance des paiements : Fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts. Traitement particulier en matière de balance des paiements - à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux).
- Circulaire 2005/191 du 19 octobre 2005 Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg - à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois.
- Circulaire 2005/192 du 19 octobre 2005 Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2006 - à tous les établissements de crédit.

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.

Bulletins de la BCL publiés en 2005

- Bulletin BCL 2005/1 : Revue de stabilité financière 2005, avril 2005
- L'environnement financier;
- Le secteur financier luxembourgeois en 2004;
- Le secteur des assurances ;
- La Banque centrale du Luxembourg face aux mesures d'assainissement et de liquidation des établissements de crédit
- Bulletin BCL 2005/2, septembre 2005 :
- Sektorale Spezialisierung und Produktivität der Luxemburger Wirtschaft im internationalen Vergleich;
- Estimation du taux d'intérêt réel naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg ;
- La rigidité des prix. Une étude sur données macroéconomiques de prix à la consommation au Luxembourg;
- La politique de change actuelle du Cap-Vert et ses alternatives.
- Bulletin BCL 2005/3, décembre 2005 :
- Le calcul d'indices des conditions monétaires pour la zone euro et le Luxembourg ;
- La position extérieure globale du Luxembourg ;
- Das Preissetzungsverhalten im Euroraum;
- Comportement de fixation des prix : résultats d'une enquête auprès des entreprises luxembourgeoises ;
- L'identité de Fisher et l'interaction entre inflation et la rentabilité des actions : l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers.

5. ANNEXES

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
- Rapport Annuel 2005, juin 2006
- Annual Report 2005, juillet 2006

Cahiers d'études de la BCL publiés en 2005

- Cahier d'études N° 13, février 2005
 Les déterminants du solde de la balance des transactions courantes au Luxembourg, par Abdelaziz Rouabah;
- Cahier d'études N° 14, avril 2005
 Nominal rigidities and inflation persistence in Luxembourg: a comparison with EU15 member countries with particular focus on services and regulated prices, par Patrick Lünnemann et Thomas Y. Mathä;
- Cahier d'études N° 15, juin 2005
 Estimating the natural interest rate for the euro area and Luxembourg, par Ladislav Wintr, Paolo Guarda et Abdelaziz Rouabah;
- Cahier d'études N° 16, octobre 2005
 Cape Verde's exchange rate policy and its alternatives, par Romain Weber;
- Cahier d'études N° 17, novembre 2005
 Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data, par Patrick Lünnemann et Thomas Y. Mathä.

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)

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

5.3 Statistiques économiques et financières de la BCL

Les tableaux statistiques listés ci-dessous sont disponibles sur le site Internet de la BCL <u>www.bcl.lu</u> où ils sont mis à jour régulièrement. Ces tableaux sont aussi publiés dans le Bulletin de la BCL.

1 Statistiques de politique monétaire

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg

2 Évolutions monétaires et financières

- 2.1 Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Eléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements des emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change

4 Données générales sur le système financier au Luxembourg

- 4.1 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit et les professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois
- 4.3 Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 4.4 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.5 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois

- 4.6 Evolution à long terme du compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.7 Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.8 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois, par contrepartie et durées initiales
- 4.9 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois aux ménages et ISBLM de la zone euro, par types et durées initiales
- 4.10 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois par devises
- 4.11 Crédits immobiliers consentis pour les immeubles situés au Luxembourg
- 4.12 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit luxembourgeois, par contreparties et durées initiales
- 4.13 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit luxembourgeois, par devises
- 4.14 Evolution du nombre des OPC luxembourgeois
- 4.15 Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois
- 4.16 Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois
- 4.17 Portefeuille de titres autres que des actions détenues par les OPC monétaires, par contreparties et durées initiales
- 4.18 Portefeuille de titres autres que des actions détenues par les OPC monétaires luxembourgeois par devises
- 4.19 Evolution de l'emploi dans les professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.20 Evolution du nombre des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.21 Résultat net agrégé des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.22 Bilan agrégé des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.23 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises

5 Situation des établissements du Luxembourg sur les euro-marchés

- 5.1 Activité bancaire internationale : ventilation géographique
- 5.2 Activité bancaire internationale : ventilation par devises
- 5.3 Activité bancaire internationale : part du Luxembourg

6 Développement des prix et des coûts au Luxembourg

- 6.1 Les indices des prix à la consommation harmonisés (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 6.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 6.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

7 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise

- 7.1 Le produit intérieur brut aux prix du marché et des composants (version SEC 95)
- 7.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 7.3 Indicateurs du marché de l'emploi : emploi et chômage
- 7.4 Indicateurs du marché de l'emploi : composantes de l'emploi
- 7.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

8 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

9 Balance commerciale du Luxembourg

10 Balance des paiements du Luxembourg

- 10.1 Balance des paiements du Luxembourg : résumé
- 10.2 Balance des paiements du Luxembourg : compte des transactions courantes
- 10.3 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs
- 10.4 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs du Luxembourg à l'étranger par secteur
- 10.5 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs étrangers au Luxembourg par secteur
- 10.6 Balance des paiements du Luxembourg: investissements de portefeuille par type d'instruments
- 10.7 Balance des paiements du Luxembourg: autres investissements par secteur
- 10.8 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.9 Avoirs de réserve détenus par la Banque centrale du Luxembourg et de l'Administration centrale : modèle élargi du Fonds Monétaire International

11 Position extérieure globale du Luxembourg

- 11.1 Position extérieure globale du Luxembourg : résumé
- 11.2 Position extérieure globale du Luxembourg : investissements directs
- 11.3 Position extérieure globale du Luxembourg : investissements de portefeuille par type d'instruments
- 11.4 Position extérieure globale du Luxembourg : autres investissements par secteur
- 11.5 Position extérieure globale du Luxembourg : engagements vis-à-vis de l'étranger
- 11.6 Position extérieure globale du Luxembourg : ventilation géographique des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois

5.4 I	iste des abréviations	IBLC	Institut belgo-luxembourgeois du change
ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	IGF	Inspection générale des finances
ADDL		IFM	Institution financière monétaire
AGDL	Association pour la garantie des dépôts,	IME	Institut monétaire européen (1994-1998)
	Luxembourg	IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)
ALCO	Comité de gestion actif-passif	IPC	Indice des prix à la consommation
BCC	Banque centrale correspondante	IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
BCE	Banque centrale européenne	ISBLM	Institution sans but lucratif
BCL	Banque centrale du Luxembourg	LIPS-Gross	Luxembourg Interbank Payment System
BCN	Banque centrale nationale		Real-Time Gross Settlement System
ВСРО	Banque centrale du pays d'origine	LIPS-Net	Luxembourg Interbank Payment System
BEI	Banque européenne d'investissement	MDGG	Real-Time Net Settlement System
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	MBCC	Modèle de banque centrale correspondante
BNB		MCE	Mécanisme de change européen
BRI	Banque Nationale de Belgique	MRA	Maximum Risk Allowance
CBL	Banque des règlements internationaux Clearstream Banking Luxembourg	NTIC	Nouvelles technologies de l'information et de la communication
CEF	Comité économique et financier	NSDD	Norme spéciale de dissémination des données
CESR	Committee of European Securities Regulators	OCDE	Organisation de coopération et de développement
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg		économiques
CIG	Conférence inter-gouvernementale	OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
CSFMB	Comité des statistiques financières, monétaires et de balance des paiements	OLAF	Office de Lutte Anti-Fraude
CSPRT	Comité de Systèmes de Paiement et de	OPC	Organisme de placement collectif
	Règlement-Titres	OPCVM	Organisme de placement collectif en
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier		valeurs mobilières
CVS	Données corrigées des variations saisonnières	OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
DTS	Droits de tirage spéciaux	OPR	Opération principale de refinancement
ESP	European Service Providers	ORLT	Opération de refinancement à plus long terme
EUROSTAT	Office statistique de l'Union européenne	PEG	Position Extérieure Globale
FBCF	Formation brute de capital fixe	PIB	Produit intérieur brut
FCP	Fonds commun de placement	PSF	Autres professionnels du secteur financier
FMI	Fonds monétaire international		·
FSAP	Financial Sector Assessment Program	PTF	Productivité totale des facteurs
GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux	ROA ROE	Return on Assets Return on Equity
	іе ріапспітнент че сарпачх		

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

SEBC Système européen de banques centrales

SEC Système européen de comptes

SICAF Société d'investissement à capital fixe
SICAV Société d'investissement à capital variable

SME Système monétaire européen

SWIFT Society for Worldwide Interbank Financial

Telecommunication s.c.

SYPAL-GIE Groupement d'intérêt économique pour la

promotion et la gestion des systèmes de

paiement au Luxembourg

STATEC Service central de la statistique et des études

Système

TARGET Transfert express automatisé transeuropéen à

règlement brut en temps réel

UE Union européenne

UEBL Union économique belgo-luxembourgeoise

UEM Union économique et monétaire

VaR Value at Risk

VNI Valeur nette d'inventaire

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 oeuvre 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 viceprésident 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. **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.

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 1er 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 1er 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.



