



10

RAPPORT
ANNUEL
2010

bcc

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

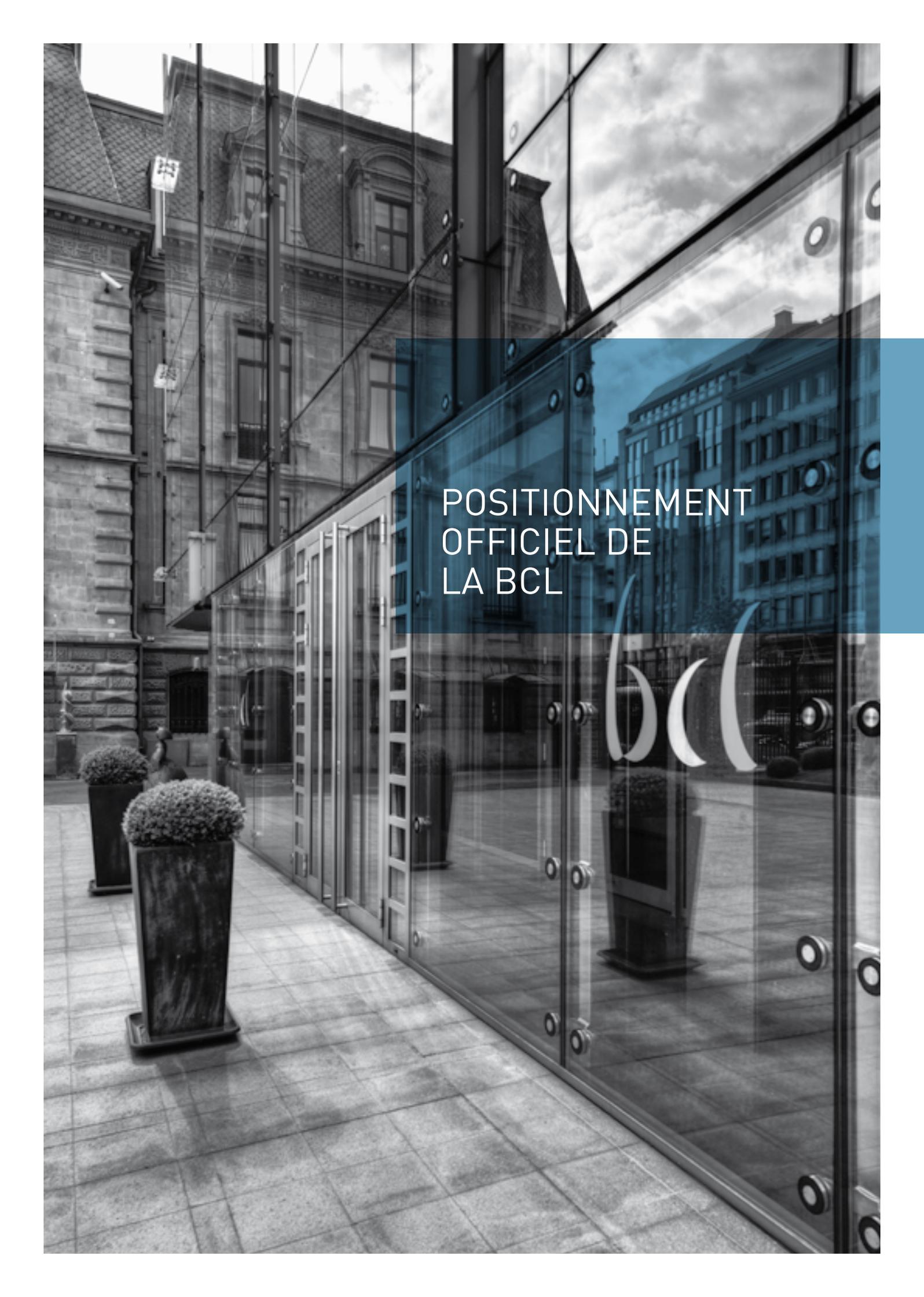
10

RAPPORT
ANNUEL
2010



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME





POSITIONNEMENT
OFFICIEL DE
LA BCL

Membre du Système européen de banques centrales (SEBC) tout comme les banques centrales nationales des Etats membres de l'Union européenne et la Banque centrale européenne, la Banque centrale du Luxembourg est un établissement de droit public créé par la loi luxembourgeoise et dont l'indépendance est prévue à la fois par sa loi organique et par les traités sur l'Union européenne.

LA MISSION

La Banque est entièrement en charge de toutes les compétences monétaires et financières qui sont dévolues aux banques centrales nationales au sein du SEBC.

Elle est également membre de l'Eurosystème, qui rassemble la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des Etats membres ayant adopté l'euro.

Elle est par ailleurs chargée au niveau national de remplir des missions en application de lois et de conventions.

Elle développe son expertise dans les champs de compétences suivants :

- les activités d'étude et de recherche qui permettent, d'une part, la préparation des décisions de politique monétaire, d'autre part, le développement d'une expertise dans les questions monétaires, financières et économiques ;
- la collecte et le traitement de statistiques dans le domaine monétaire, financier et de la balance des paiements ;
- la mise en œuvre des instruments de la politique monétaire ;
- l'organisation et le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres ;
- l'émission de signes monétaires et la gestion de leur circulation ;
- la gestion d'avoirs financiers pour compte propre ou pour compte de tiers ;
- la participation à la surveillance prudentielle du système financier et l'exercice de «l'oversight» des systèmes de paiements et de règlement titres en vue d'assurer la stabilité du système financier luxembourgeois ;
- le conseil des autorités législatives et réglementaires dans le domaine monétaire et financier ;
- la communication au public du résultat de ses études et recherches ainsi que des décisions auxquelles elle participe et leur explication.

LA VISION

La Banque entend se positionner comme un centre de compétence, voire d'excellence, dont la performance génère la confiance du public dans sa banque centrale.

Au sein des institutions luxembourgeoises, la Banque veille à affirmer une position qui la mette en mesure de pleinement satisfaire à ses obligations nationales, européennes et internationales.

Tout en tenant compte de la diversité de la nature de ses activités, tant dans le secteur public que dans un environnement concurrentiel, elle doit dégager les revenus qui lui permettent de garantir son indépendance institutionnelle, fonctionnelle et financière.

LES VALEURS D'ENTREPRISE

En conséquence, les valeurs associées à son action sont :

- l'intégrité qui est garantie par la transparence de son fonctionnement et le respect de l'éthique professionnelle ;
- le professionnalisme, assuré par un personnel spécialisé, des outils performants et une infrastructure de haut niveau ;
- la qualité dans la fourniture des services ;
- la stabilité assurée par la vision à long terme qu'elle apporte à son activité ;
- l'objectivité dont la condition est l'établissement de règles précises et leur application de manière égale à leurs destinataires.

TABLE DES MATIÈRES

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	6
1.1	La situation économique internationale	6
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	6
1.1.2	Les marchés obligataires	7
1.1.3	Le marché des actions	8
1.1.4	Le marché des changes	9
1.1.5	Les prix à la consommation	10
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	10
1.1.7	Commerce extérieur et balance courante de la zone euro	12
1.2	La situation économique au Luxembourg	13
1.2.1	Les prix, les coûts et la compétitivité	13
1.2.1.1	Les prix à la consommation	13
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	14
1.2.1.3	Les coûts salariaux	15
1.2.1.4	La compétitivité	16
1.2.2	Le marché du travail	20
1.2.2.1	L'emploi	20
1.2.2.2	Le chômage	22
1.2.3	Les activités sectorielles	24
1.2.3.1	Industrie et construction	24
1.2.3.2	Secteur financier	25
1.2.3.3	Commerce et autres services non financiers	45
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	46
1.2.5	La croissance économique	48
1.2.6	Projections macroéconomiques générales	52
1.2.7	Le commerce extérieur	61
1.2.8	La balance des paiements	62
1.2.8.1	Compte courant	62
1.2.8.2	Compte financier de la balance des paiements	63
1.2.9	Les finances publiques	64
1.2.9.1	Situation budgétaire : une vue d'ensemble	64
1.2.9.2	Les recettes	65
1.2.9.3	Les dépenses	66
1.2.9.4	Les capacités ou besoins de financement	66
1.2.9.5	La dette publique	67
1.2.9.6	12 ^{ème} actualisation du Pacte de Stabilité et de croissance	71
2	LES ACTIVITÉS DE LA BCL	78
2.1	Les opérations de politique monétaire	78
2.1.1	Les opérations d'open market	79
2.1.1.1	Les opérations principales de refinancement (OPR) en 2010	79
2.1.1.2	Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) en 2010	80
2.1.1.3	Opérations de réglage fin en 2010	81
2.1.2	Facilités permanentes	82
2.1.3	Réserves obligatoires	82
2.1.4	Adjudications temporaires de devises	83
2.1.5	Programme d'achat d'obligations sécurisées et programme pour les marchés de titres	83
2.2	Gestion des réserves de change par la BCL	83

2.3	Gestion des avoirs de la BCL	84
2.3.1	Structure institutionnelle	84
2.3.2	Contrôle des risques	85
2.3.3	Cadre conceptuel	85
2.3.4	Structure des portefeuilles	86
2.4	Billets et pièces	87
2.4.1	Production de signes monétaires	87
2.4.2	Circulation des signes monétaires	87
2.4.2.1	Signes monétaires en euros	87
2.4.2.2	Billets en francs luxembourgeois	90
2.4.3	Gestion des signes monétaires	90
2.4.4	Coopération nationale et internationale	91
2.4.5	Emissions numismatiques	92
2.5	Développements dans le domaine statistique	92
2.5.1	Statistiques bancaires et monétaires	92
2.5.2	Statistiques extérieures	93
2.5.3	Statistiques économiques et financières	93
2.5.4	Autres statistiques	93
2.6	Systèmes de paiement et de règlement-titres	93
2.6.1	Système de règlement brut en temps réel TARGET2	93
2.6.2	Système de compensation interbancaire servant le marché luxembourgeois	96
2.6.3	Cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème	98
2.6.3.1	Liste des titres éligibles	98
2.6.3.2	Les systèmes de règlement de titres	99
2.6.4	Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)	100
2.6.5	Création de LuxCSD	103
2.7	Stabilité financière et surveillance prudentielle	103
2.7.1	Supervision macro-prudentielle	103
2.7.1.1	La supervision macro-prudentielle au Luxembourg	103
2.7.1.2	La mise en place du Système européen de surveillance financière (SESF)	106
2.7.2	La supervision micro-prudentielle	107
2.7.2.1	La surveillance des liquidités	107
2.7.2.2	Oversight	108
2.8	Activité consultative et législative	110
2.8.1	Législation européenne	110
2.8.1.1	Modification des Traités	110
2.8.1.2	Gouvernance économique	111
2.8.1.3	Surveillance financière	111
2.8.2	Législation nationale	111
2.8.2.1	Dispositions relatives aux missions de la BCL	112
2.8.2.2	Dispositions relatives à l'organisation de la BCL et à son indépendance	112
2.8.3	Règlements BCL	114
2.8.4	Avis BCL	114
2.8.4.1	Avis relatif au projet de loi n°6164 portant transposition des directives 2009/110/CE et 2009/44/CE	114
2.8.4.2	Avis relatif au projet de loi n°6165 portant transposition des directives 2009/111/CE, 2009/49/CE et 2009/14/CE	115
2.8.4.3	Avis relatif au projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010	115
2.8.5	Taux d'intérêt légal	115

2.9	Communication	117
2.9.1	Publications	117
2.9.2	Actions de formation externe de la BCL	117
2.9.3	Site Internet de la BCL	118
2.9.4	Bibliothèque de la BCL	118
2.9.5	Relations avec la presse	118
2.9.6	Le programme de recherche de la BCL	119
2.9.7	Conférences et manifestations	119
2.10	Activités extérieures	120
2.10.1	Relations avec le Parlement	120
2.10.1.1	Présentation du projet relatif au fonds de stabilité financière	120
2.10.1.2	Présentation de l'avis de la BCL relatif au projet de budget	121
2.10.2	Activité au niveau européen	121
2.10.2.1	Activités au niveau de la BCE	121
2.10.2.2	Relations avec le Parlement européen	122
2.10.2.3	Elargissement de la zone euro	122
2.10.2.4	Comité économique et financier (CEF)	122
2.10.2.5	Comité des Statistiques monétaires, financières et de balance des paiements	122
2.10.3	Activités multilatérales	123
2.10.3.1	Activités multilatérales de la BCL	123
2.10.3.2	Activités multilatérales menées avec le Gouvernement	124
2.10.4	Relations bilatérales	124
2.10.4.1	Relations bilatérales de la BCL	124
2.10.4.2	Relations bilatérales en coopération avec le Gouvernement	124
3	LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION	128
3.1	Gouvernement d'entreprise	128
3.1.1	Conseil	128
3.1.2	Direction	129
3.1.3	Organigramme	131
3.1.4	Contrôle interne et gestion des risques	131
3.1.5	Contrôle externe	132
3.1.6	Codes de conduite	132
3.2	Personnel de la BCL	133
3.2.1	L'évolution des effectifs	133
3.2.2	Fonds de pension de la BCL	134
3.3	Immeubles et Intendance	135
3.4	Finances internes et Stratégie	135
3.4.1	Comptabilité et reporting	135
3.4.2	Budget	136
3.4.3	Planning stratégique et contrôle de gestion	137
3.5	Eurosystem Procurement Co-ordination Office (EPCO)	137
3.6	Comptes financiers	138
3.6.1	Chiffres-clés à la clôture du bilan (en euros)	138
3.6.2	Rapport du réviseur d'entreprises agréé	138
3.6.3	Bilan au 31 décembre 2010	140
3.6.4	Hors-bilan au 31 décembre 2010	142
3.6.5	Compte de profits et pertes au 31 décembre 2010	142
3.6.6	Annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2010	142

4	ANNEXES	164
4.1	Liste des Règlements de la Banque centrale du Luxembourg publiés en 2010	164
4.2	Liste des Circulaires de la BCL	164
4.3	Liste des Publications de la BCL publiées en 2010	164
4.3.1	Bulletin de la BCL	164
4.3.2	Rapport annuel de la BCL	165
4.3.3	Cahier d'études de la BCL	165
4.3.4	Brochures de la BCL	165
4.3.5	Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	165
4.3.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	165
4.3.6.1	Publications de la BCL	165
4.3.6.2	Présentations externes	166
4.4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	166
4.5	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	167
4.6	Liste des abréviations / List of Abbreviations	168
4.7	Glossaire	170

LISTE DES ENCADRÉS DU RAPPORT ANNUEL

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Encadré 1.1 :	17
La compétitivité : quelques éléments fondamentaux	
Encadré 1.2 :	34
L'évolution des crédits au secteur privé	
Encadré 1.3 :	41
L'analyse des comptes financiers luxembourgeois pour le secteur des ménages	
Encadré 1.4 :	49
Le ralentissement de la croissance potentielle se confirme	
Encadré 1.5 :	63
Titres de créance émis par l'Etat luxembourgeois : ventilations sectorielle et géographique des détenteurs	
Encadré 1.6 :	69
Imperfections sur le marché du travail et réformes des pensions	
Encadré 1.7 :	72
Soutenabilité à terme des finances publiques Luxembourgeoises : une actualisation	

2 LES ACTIVITÉS DE LA BCL

Encadré 2.1 :	101
Le projet de système TARGET2-Securities	
Encadré 2.2 :	102
Le projet de système CCBM2	
Encadré 2.3 :	105
La mission FSAP du FMI	
Encadré 2.4 :	105
Le test de résistance européen	
Encadré 2.5 :	115
Les comités BCL et les Comités externes	



LE MOT DU
PRÉSIDENT

Dans la zone euro, après la sensible amélioration observée au premier trimestre de 2011, les économies risquent de ralentir sous l'effet combiné de facteurs multiples, tant externes qu'internes.

La crise que nous traversons depuis 2007 a gravement affecté le paysage bancaire, par-delà les systèmes nationaux. La seule réponse pertinente à la crise est l'intensification de la construction européenne.

La politique monétaire unifiée a servi de rempart aux assauts dirigés contre l'euro. Par-delà son action d'ordre conjoncturel, elle doit être relayée par la politique budgétaire et par des réformes à moyen terme.

Au sein d'une union monétaire, la sanction économique en cas de déficits de balances courantes est atténuée. Néanmoins, le financement de déséquilibres persistants risque de porter atteinte à la cohésion d'une communauté de stabilité et de destin.

Dans nos économies ouvertes, les opérateurs publics et privés sont financés par les marchés. L'Union suppose une capacité d'intervention en cas de déficience de ces marchés; les nouveaux mécanismes européens visent à renforcer cette capacité. Les autorités doivent être dotées non seulement de moyens en volume, mais aussi de moyens d'intervention flexibles, notamment sur les marchés secondaires de la dette publique. Toutefois, la meilleure façon de faire face à une crise n'est pas d'ordre financier ex post, c'est au contraire la prévention.

En cas de non-respect par un Etat membre de règles de l'Union économique et monétaire, le bien-être commun est mis en cause. L'Union doit par conséquent disposer de mécanismes de sanctions et de règles automatiques plus forts que jusqu'à présent. L'effet de contamination des mesures nationales impose un mécanisme puissant de contrôle de la cohésion de la zone monétaire. Il incombe à la gouvernance européenne de pouvoir agir à l'égard des mécanismes et institutions au niveau national qui sont incompatibles avec la stabilité de la zone monétaire, tels que l'indexation automatique des salaires.

Le Traité de Maastricht n'a jamais été conçu comme un état figé; il reflète ce qui était considéré, à l'époque, comme un minimum de mise en commun de souveraineté. Il a été renforcé par le Pacte de stabilité et de croissance dont la modification intervenue en 2005 apparaît, depuis la crise, comme une grave erreur.

Les élucubrations sur la restructuration de dettes publiques ou sur la sortie d'un pays de la zone euro nourrissent la méfiance à l'égard de la monnaie unique. Une telle atteinte à sa crédibilité risque de rendre le financement de notre avenir plus difficile.

Plutôt que d'approfondir la construction européenne, certains réclament son détricotage. D'aucuns estiment que l'épargne nationale doit être réservée au financement de l'investissement national, aliénant ainsi le marché unique et le régime des libertés, en commençant par la liberté de mouvement des capitaux et dans la foulée celle des personnes et des biens. Les attaques contre les accords de Schengen relèvent de la même idéologie.

Chacun, à son niveau, doit défendre la construction européenne contre les assauts de ceux qui s'opposent à l'Europe. Le populisme renaissant préfère agir dans un cadre purement national pour mieux faire obstacle aux réformes inéluctables.

Au Luxembourg, l'année 2010 a été l'année du rebond économique qui a suivi la plus forte contraction de l'activité enregistrée depuis 1975. Le PIB en volume avait en effet diminué de quelque 3,6% en 2009. L'année 2011 serait, selon nos projections, en ligne avec 2010 et même légèrement plus favorable; la croissance économique prévue pour 2011 se situerait en effet entre 3,7% et 4,3%.

Cependant, une hirondelle ne fait pas le printemps.

Il importe de faire preuve de prudence. D'une part, un haut degré d'incertitude continue à prévaloir. La forte volatilité des marchés de l'énergie et des matières premières et la mise en œuvre chez nos partenaires commerciaux de nouvelles mesures de consolidation budgétaire pourraient peser sur la croissance économique luxembourgeoise. En outre, l'évolution future du secteur financier, qui représentait à lui seul 26% de la valeur ajoutée brute du Luxembourg en 2009, reste incertaine. Selon nos calculs, la crise économique et financière aurait fortement pesé sur la croissance potentielle du Luxembourg, qui se situerait désormais entre 2% et 3% seulement.

Le Luxembourg devrait profiter du rebond économique pour mettre en œuvre des réformes décisives, en particulier dans les domaines du marché du travail, de la compétitivité, des finances publiques et mettre en œuvre d'autres mesures structurelles et institutionnelles. C'est une condition pour assurer la pérennité du modèle économique et social luxembourgeois.

Un premier domaine digne d'attention est le marché du travail. A la faveur de la reprise, le taux de chômage au sens strict s'est stabilisé aux alentours de 6% de la population active. Ce taux consacre la fin d'une certaine « exception luxembourgeoise ». Pour rappel, notre pays se caractérisait par un taux de chômage à peine supérieur à 2% en 2001 et à 4% fin 2007. En dépit de sa récente stabilisation, notre taux de chômage n'est plus inférieur au taux allemand qu'à raison de 2 points de pourcentage environ selon Eurostat, alors que le travail transfrontalier flatte le taux luxembourgeois et que la participation au marché du travail est bien plus faible au Luxembourg que chez nos voisins allemands. Notre taux de chômage est par ailleurs de plus en plus la résultante de facteurs structurels, comme l'illustre un nombre croissant de chômeurs de longue durée et de chômeurs peu qualifiés. Une action résolue dans les domaines de l'éducation et de la formation permettrait de circonscrire cette inquiétante « tache d'huile ». Cet effort doit être assorti d'une politique de l'emploi dynamique aux dimensions transrégionales et d'une restauration de notre compétitivité.

Cette compétitivité constitue un deuxième défi d'envergure. Elle s'est en effet fortement détériorée depuis une dizaine d'années, en raison notamment d'une inflation systématiquement plus élevée que dans les pays limitrophes et dans la zone euro et ce dans le contexte d'une indexation automatique des salaires aux prix. A politique inchangée, la première tranche indiciaire de 2012 devrait déjà survenir au mois de mars, soit six mois seulement après le paiement de l'indexation précédente. Une succession aussi rapprochée alimenterait une hausse insoutenable du coût salarial moyen. Selon nos projections, ce dernier progresserait au total de 5,2% en 2012, alors que les entreprises sont déjà confrontées à une forte progression du prix des matières premières. Les autorités doivent tout mettre en œuvre afin d'éviter cette double pénalité.

Un troisième défi consiste à corriger la détérioration tendancielle de nos finances publiques. Le solde budgétaire de l'Administration centrale a accusé un déficit de quelque 3,2% en 2010, soit le plus élevé depuis l'établissement des statistiques selon le format « SEC 95 ». Si les comptes de la sécurité sociale sont, pour leur part, toujours en excédent, ils devraient fortement se détériorer à terme sous l'effet, essentiellement, de charges de pension croissantes. L'Allemagne, quant à elle, a déjà procédé à un assainissement de ses finances publiques. En témoigne un déficit des Administrations publiques allemandes probablement inférieur à 2% du PIB en 2011, alors qu'il atteignait encore 3,3% du PIB l'année précédente.

Plus que jamais, des réformes d'envergure doivent être mises en œuvre. Il est difficile, mais nécessaire, de concilier le caractère viable des finances publiques à long terme avec une politique efficace de développement durable, par des mesures structurelles et d'infrastructure dans le cadre de la stratégie UE 2020, succédant à la peu fructueuse Stratégie de Lisbonne.

Ces réformes s'imposent tout particulièrement au sein d'une Union économique et monétaire. La crise grave traversée par certains Etats membres de la zone euro montre la nécessité d'une meilleure gouvernance au niveau de l'Union, de la zone euro et de chacun de ses Etats membres. Le cadre de gouvernance en gestation

au niveau européen, même s'il est en retrait par rapport aux positions des banques centrales en la matière, comporte bon nombre d'éléments utiles devant être pris en compte au Luxembourg, tels que le renforcement du cadre budgétaire national, une norme de dépenses et un nouveau mécanisme de surveillance des vulnérabilités macroéconomiques. Dans ce contexte, on ne peut que regretter le manque d'ambition de la récente actualisation du Programme luxembourgeois de Stabilité, qui ne mentionne aucune trajectoire d'ajustement crédible et se cantonne à renvoyer l'adoption d'hypothétiques mesures d'assainissement à 2012. Pourtant, cette actualisation a, pour la première fois, été élaborée en application du « semestre européen », relevant précisément de la nouvelle gouvernance économique européenne. Les autorités devraient, sans tarder, s'attacher à respecter non seulement la forme mais également l'esprit ayant régi l'élaboration de ce cadre de gouvernance.

La crise a démontré la nécessité de mieux réguler et superviser le secteur financier, tout en évitant les tentations protectionnistes en la matière. A ce jour, des progrès sont en cours, mais beaucoup reste à faire. La nouvelle régulation bancaire (Bâle III) est à mettre en œuvre dans le respect de la politique monétaire et de l'efficacité des établissements de crédit ; la nouvelle architecture de supervision financière en Europe doit encore se développer dans le respect des compétences des banques centrales, notamment en matière de surveillance macro-prudentielle. Au niveau national aussi, il importe de doter la Place d'un régime de gouvernance aussi efficace que ceux récemment mis en place dans les autres Etats de l'Union. La Banque centrale du Luxembourg veille à exercer ses nouvelles compétences dans ce domaine. Dotée d'un pouvoir réglementaire depuis 2008, la Banque centrale a publié ses premiers règlements directement applicables et en prépare d'autres. La Banque centrale veille, par ailleurs, à renforcer sa coopération avec les autres autorités de surveillance, que ce soit au niveau national, européen et international. Elle participe en particulier, à l'intervention de son Président, au nouveau Comité européen du risque systémique. Dans le courant de l'année 2010, la Banque centrale a fait des propositions de modifications législatives, en particulier de sa loi organique, pour clarifier ses compétences dans les domaines de la surveillance macro-prudentielle, de la stabilité financière, de sa représentation extérieure, ainsi que pour assurer son indépendance financière. Elle a suggéré d'autres modifications législatives, notamment en faveur de l'instauration d'un mécanisme de résolution des établissements de crédit.

En résumé, la douloureuse expérience d'autres pays européens ayant tardé à mettre en place les indispensables réformes de structure ne peut que nous inciter à procéder de façon proactive à tous les ajustements requis. Il convient de les mettre en œuvre dès à présent, en profitant du contexte favorable d'une reprise économique, avant la prochaine phase de décélération conjoncturelle.



01

LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1

LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE

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

En avril 2011, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base. Il s'agit de la première adaptation des taux directeurs depuis mai 2009. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,25%, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,50% et 2,00%.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé en mars de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire. De plus, l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir le 29 juin 2011 sera conduite sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de cette opération d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de l'opération à plus long terme. En décembre 2010, la BCE a également mis en place avec plusieurs banques centrales un dispositif temporaire d'échange de devises (accord de swap).

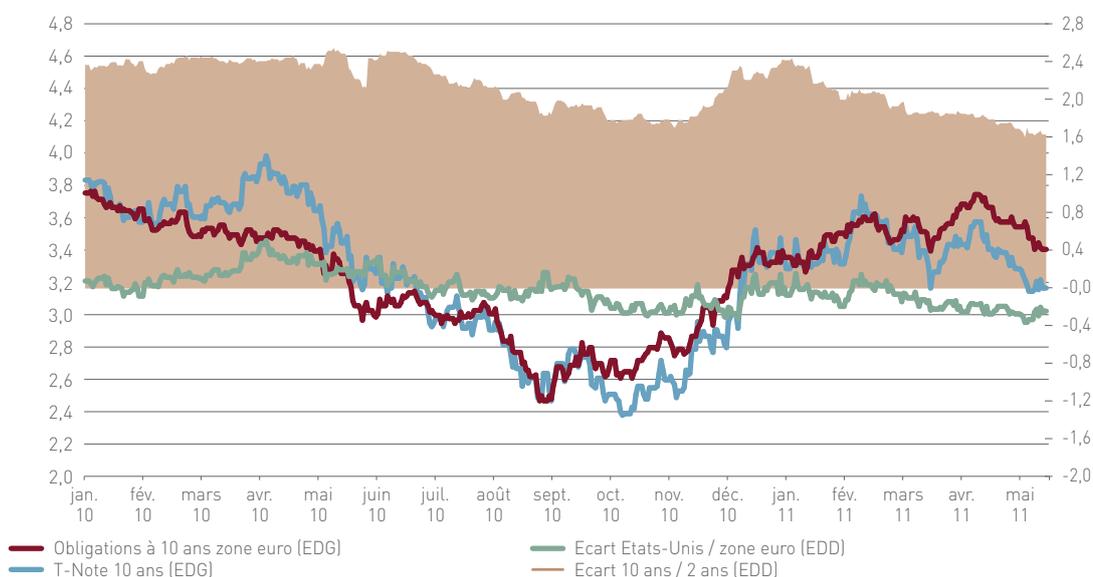
S'agissant de l'analyse monétaire, la croissance de l'agrégat large (M3) et celle du crédit corroborent le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent encore modéré. En février et en mars 2011, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 2,1% et 2,3% respectivement. La progression annuelle des prêts au secteur privé s'est quant à elle élevée à 2,6% et à 2,5%, respectivement.

Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières est passé à 0,8% en mars, par rapport à 0,6% en février. La progression des crédits à l'habitat est passée de 3,8% en février à 4,4% en mars et celle des crédits à la consommation de -0,7% à -0,9%.

1.1.2 Les marchés obligataires

Au cours de la période étudiée, les marchés obligataires ont continué d'afficher une forte volatilité. Les rendements de long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro se sont tout d'abord globalement détendus dans la première moitié de l'année, sous l'effet d'un regain d'aversion au risque inhérent aux inquiétudes persistantes vis-à-vis du risque souverain des pays périphériques de la zone euro. L'activation du plan d'aide à la Grèce de 110 milliards d'euros, l'introduction du mécanisme européen de stabilisation financière et les mesures prises par l'Eurosystème du point de vue de la fourniture en liquidités et du rachat de titres de dette sur les marchés secondaires ont permis de circonscrire les risques de contagion de la crise des dettes souveraines, sans toutefois mettre un terme aux perturbations affectant ce segment du marché. Les rendements obligataires dans la zone euro et aux Etats-Unis se sont finalement orientés à la hausse à la fin de l'année 2010, dans un environnement financier marqué par un regain d'appétit des investisseurs pour les marchés d'actions. L'amélioration des perspectives macroéconomiques, les anticipations inflationnistes des opérateurs de marché et la remontée attendue des taux d'intérêt directeurs par les principales banques centrales au cours des prochains trimestres ont également exercé une influence positive sur les taux d'intérêt de long terme, et ce en dépit des nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif mises en place par la Fed au mois de novembre 2010.

Graphique 1.1 : Les rendements des titres publics à long terme
(EDG : en pourcentage annuel ; EDD : en points de pourcentage)



Sources : BCE, Bloomberg

L'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro s'est pour sa part légèrement réduit sous l'effet de la remontée des taux courts inhérente au processus de réduction de l'excès de liquidités dans le système bancaire et aux anticipations de relèvement des taux d'intérêt directeurs par la BCE. Cet écart s'est toutefois maintenu à un niveau historiquement élevé, contribuant ainsi au redressement de la profitabilité des banques dans le cadre de leur activité d'intermédiation financière. Dans le même temps, les inquiétudes des investisseurs relatives à la contagion de la crise de la dette souveraine dans les pays périphériques se sont traduites par une augmentation substantielle des écarts de rendement de long terme des différents pays de la zone euro. Le soutien conditionnel apporté par l'Union européenne à la Grèce, avec un suivi sous haute surveillance du programme d'assainissement des finances publiques annoncé par ce pays, n'est ainsi pas parvenu à apaiser les inquiétudes des marchés qui se sont ensuite reportées sur les problèmes du secteur bancaire et de l'Etat irlandais. Un plan de sauvetage financier de 85 milliards d'euros sur quatre ans a été accordé au mois de novembre au gouvernement irlandais dans le cadre du mécanisme européen de stabilisation financière et de prêts bilatéraux de la part de la Grande-Bretagne, de la Suède et du Danemark. Malgré les rachats de titres effectués par l'Eurosystème sur les marchés secondaires et les conditions relativement favorables dans lesquelles les émissions de dette du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie se sont effectuées au début de l'année 2011, les écarts de rendements se sont de nouveau accentués en fin de période, notamment pour le Portugal. Emboîtant le pas à la Grèce en avril 2010 et à l'Irlande en novembre de la même année, le Portugal a officiellement requis une assistance financière internationale en avril 2011.

1.1.3 Le marché des actions

Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers dans la zone euro et aux Etats-Unis ont dans l'ensemble connu une tendance haussière, le Dow Jones EURO STOXX et le S&P 500 affichant respectivement des gains de 4,0% et 20,0% entre le 1^{er} janvier 2010 et le 15 mai 2011. Le Nikkei 225 s'est cependant illustré par une baisse de 8,5% en raison, notamment, de la série de catastrophes intervenues au Japon.

Graphique 1.2 : Les principaux indices boursiers



Source : Bloomberg

La hausse continue des marchés boursiers observée au deuxième semestre 2009 s'est interrompue dès la mi-janvier 2010, dans un environnement caractérisé par une volatilité persistante. L'accentuation des difficultés de financement de la Grèce en février a déclenché une première baisse des marchés, d'abord jugulée au printemps par l'annonce d'un plan d'aide conjointe de l'Union européenne et du Fonds Monétaire International, avant que la dégradation de la République hellénique sur un statut spéculatif par l'agence Standard & Poor's le 27 avril ne relance la défiance des marchés, amenant ainsi la Banque centrale européenne à mettre en place un programme d'achat de titres publics et privés sur les marchés secondaires (SMP) à partir du 9 mai 2010.

En dépit de la crise de la dette grecque, les marchés d'actions ont été soutenus au premier semestre 2010 par des flux d'informations positives sur les fondamentaux des entreprises et la reprise économique mondiale. Le rattrapage des places boursières observé à partir de mai 2010, qui a été particulièrement vigoureux aux Etats-Unis, a cependant connu un rapide coup d'arrêt, en raison notamment des incertitudes relatives à la question de la soutenabilité de la dette grecque. Dans le même temps, la pérennité de la reprise économique, notamment aux Etats-Unis, a été remise en cause au début de l'été, suite à la révision à la baisse du PIB du premier trimestre, à la publication de créations nettes d'emplois limitées et à la faiblesse persistante du marché immobilier.

A compter de septembre 2010, l'écart de perception qui avait prévalu jusque là entre les bons résultats affichés par les entreprises d'une part et le pessimisme relatif à l'environnement macro-financier d'autre part s'est progressivement étiolé, particulièrement aux Etats-Unis. Il en a résulté un début de rééquilibrage des marchés de capitaux au bénéfice des actions, les investisseurs délaissant plus particulièrement les obligations du fait de la hausse des taux longs. Les valeurs financières ont dans l'ensemble sous-performé les indices globaux, particulièrement après novembre avec le retour au premier plan de la crise financière marqué, notamment, par le recours de l'Irlande, puis du Portugal, au plan de renflouement de l'Union européenne et du Fonds Monétaire International. La hausse des principaux indices boursiers s'est cependant poursuivie jusqu'à la fin de la période sous revue et ce malgré l'interruption engendrée par les tensions géopolitiques dans les pays du Maghreb et du Proche-Orient et la série de catastrophes au Japon.

1.1.4 Le marché des changes

Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est tout d'abord caractérisé par une tendance à la baisse avec l'apparition de positions nettes vendeuses importantes qui ont reflété les craintes relatives à la situation budgétaire de certains pays de la zone euro. Le redressement observé en fin de période a cependant permis au TCEN de la monnaie unique de revenir à un niveau légèrement inférieur à celui qui prévalait au début de l'année 2010. Sur l'ensemble de la période étudiée, la monnaie unique s'est légèrement appréciée vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling, mais a en revanche connu une nette dépréciation face au yen, au franc suisse et à la couronne suédoise.

Graphique 1.3 : Les taux de change de l'euro



Source : Bloomberg

Au début de l'année 2010, le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain s'est tout d'abord caractérisé par un mouvement de dépréciation, à la suite duquel la monnaie unique a atteint un plus bas de 1,19 USD/€ au mois de juin. Le renforcement de l'euro face au dollar à partir du second semestre 2010 a ensuite été soutenu, dans un premier temps, par la réduction de l'excédent de liquidité dans le système bancaire, puis dans un second temps par la hausse des taux d'intérêt directeurs par la Banque centrale européenne. Les nouvelles mesures annoncées par la Réserve fédérale dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif et l'évolution du prix du baril de pétrole ont également pesé sur l'évolution du billet vert dans la deuxième partie de l'année. Au 15 mai 2011, l'euro s'échangeait contre 1,41 USD, soit à un niveau supérieur de plus de 6 % à sa moyenne de 2010.

La monnaie japonaise et la monnaie suisse ont quant à elle respectivement gagné 14,4 % et 15 % par rapport à l'euro entre le 1^{er} janvier 2010 et le 15 mai 2011. Le yen, qui s'était brutalement apprécié après la série de catastrophes intervenues au Japon autour de la mi-mars 2011, a par ailleurs fait l'objet d'une intervention concertée des banques centrales du G7 sur le marché des changes. De son côté, la livre sterling s'est légèrement appréciée par rapport à l'euro au cours de la période étudiée. Au 15 mai 2011, l'euro s'échangeait ainsi contre 0,87 livre sterling, à un niveau supérieur de 1,4 % à sa moyenne de 2010.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne slovaque, la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro au cours de l'année 2010. La couronne estonienne a ainsi continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 15,6466 EEK/euro, cours qui a servi de référence comme taux de conversion lors du passage à l'euro de l'Estonie le 1^{er} janvier 2011. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) se sont pour leur part distinguées par un mouvement d'appréciation par rapport à la monnaie unique marqué, notamment, par une revalorisation de près de 12 % de la couronne suédoise.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle est passée de -0,6% en juillet 2009 à +2,2% fin 2010 pour se hisser à 2,8% en avril 2011, soit son niveau le plus élevé depuis la fin 2008. Un léger recul à 2,7% au mois de mai est envisagé selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'est chiffré à 1,6% en 2010.

Le renversement de la tendance des prix à la consommation depuis la mi-2009 résulte presque exclusivement de la très sensible progression du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Le taux de variation annuel de la composante énergie est ainsi passé de -14% en juillet 2009 à 11% en décembre 2010, avant de s'établir autour de 13% au premier trimestre 2011. Dans une première étape, l'impact inflationniste en provenance des prix de l'énergie s'est limité aux effets directs, le recul de l'inflation des autres biens et services se poursuivant jusqu'au début de 2010. Cette période de désinflation s'est néanmoins achevée vers la mi-2010 et depuis lors, le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est à nouveau orienté à la hausse. Il s'est hissé progressivement de 0,9% au deuxième trimestre 2010 à 1,8% en avril 2011. Ce retournement s'est généralisé, même si les mouvements des composantes ne sont pas parfaitement synchronisés. Si les prix des biens alimentaires et des biens industriels non énergétiques ont déjà subi une accélération au deuxième trimestre 2010, la remontée de l'inflation des prix des services ne s'est amorcée qu'au troisième trimestre.

Le renversement de la tendance désinflationniste sous-jacente est vraisemblablement imputable à plusieurs facteurs, en l'occurrence des effets indirects et retardés de la progression soutenue du prix du pétrole depuis plus de deux ans, l'envolée des prix des matières premières agricoles depuis le début 2010, des conditions cycliques plus clémentes ainsi qu'un relèvement de la taxation indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

Tableau 1.1 : Évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

	2008	2009	2010	2010 T2	2010 T3	2010 T4	2011 T1	avr-11
IPCH global	3,3	0,3	1,6	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	1,3	1,0	2,3	2,7	2,3	1,4
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,9	0,8	0,9	1,3	2,1	2,8
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,8	0,5	1,0
Énergie	10,3	-8,1	7,4	8,1	7,3	9,2	12,7	12,5
Services	2,6	2,0	1,4	1,2	1,4	1,3	1,6	2,0
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	1,0	0,9	1,0	1,1	1,3	1,8

Source : Eurostat

Selon les récentes projections de l'Eurosystème, la progression de l'inflation se poursuivrait en moyenne en 2011 par rapport à 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 2,5% à 2,7% en 2011, contre 1,6% en 2010. Pour 2012, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,1% et 2,3%. Comparé à l'exercice de mars 2011, ces projections ont été revues à la hausse, en raison notamment de l'envolée récente du prix du pétrole.

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

La plus récente estimation des comptes nationaux pour l'année 2010 confirme le repositionnement de l'activité économique de la zone euro sur un sentier de croissance. De fait, la croissance économique s'est selon Eurostat établie à 1,8% en 2010 contre -4,1% l'année précédente. Cette croissance est essentiellement imputable à la consommation privée (0,5 p.p.) et au commerce extérieur (0,8 p.p.). La troisième estimation relative aux comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2010 fait état d'une stabilisation de la progression annuelle du PIB réel à 2,0%. En glissement trimestriel, le PIB en volume a progressé de 0,3% au quatrième trimestre, en légère décélération par rapport à la croissance enregistrée au cours du trimestre précédent (0,4%).

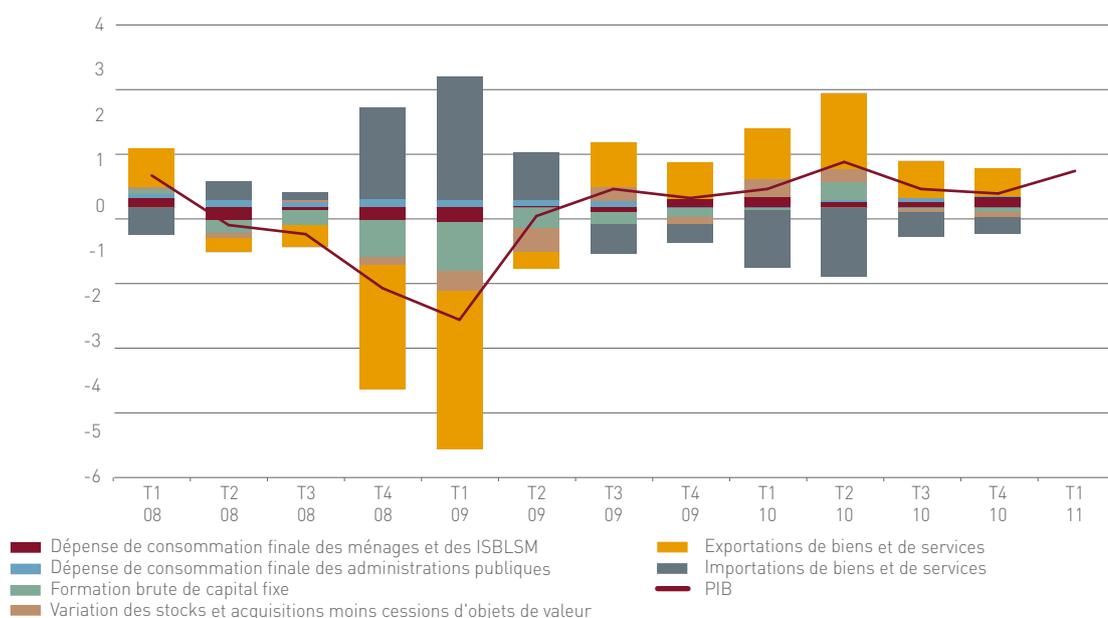
L'examen des différentes composantes du PIB révèle que la croissance annuelle enregistrée au dernier trimestre 2010 résulte essentiellement d'une évolution favorable de la consommation privée (1,1%), de la formation brute de capital (3,9%) ainsi que du commerce extérieur. En glissement trimestriel, seule la formation brute de capital a évolué négativement (-1,2%). Au niveau sectoriel et en glissement annuel, seul le secteur de la construction a enregistré une contraction de son activité (-2,9%). On constate toutefois une décélération de cette tendance négative par rapport au trimestre précédent. Toujours en glissements annuels, les plus fortes progressions ont par ailleurs été enregistrées dans l'industrie (6,1%), le secteur « commerce, transports et communications » (2,2%) ainsi que le secteur « activités financières, immobilier » (1,7%).

La plus récente estimation rapide pour le premier trimestre 2011 fait état d'une accélération de la croissance économique à 0,8% en glissement trimestriel et 2,5% en rythme annuel. L'activité économique s'est raffermie dans l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception du Portugal et de la Grèce où le PIB en volume s'est contracté de respectivement 0,7% et 4,8% en glissement annuel¹. Les résultats détaillés des comptes nationaux relatifs au premier trimestre 2011 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce rapport annuel.

En écho à la reprise de l'activité économique, la progression annuelle de l'emploi total s'est établie à 0,2% au quatrième trimestre 2010. Tandis que l'industrie et la construction continuent de ponctionner la croissance annuelle de l'emploi, la reprise de l'emploi semble s'accélérer dans le secteur « activités financières, immobilier ». Le taux de chômage de la zone euro s'est quant à lui établi à 9,9% en avril 2011, ce qui dénote une stabilité par rapport au mois précédent. Il convient par ailleurs de noter que le taux de chômage s'est stabilisé autour des 10% depuis le premier trimestre 2010.

En ce qui concerne le coût du travail, les progressions annuelles de la rémunération par salarié ainsi que des salaires négociés se sont établies à 1,6% au quatrième trimestre 2010, contre 1,5% le trimestre précédent. Ces données confirment ainsi une certaine modération salariale. Par ailleurs, en dépit d'une légère décélération de la progression annuelle de la productivité du travail (par personne employée) de 2,1% au troisième à 1,8% au quatrième trimestre 2010, les coûts salariaux unitaires ont légèrement baissé au dernier trimestre 2010 (-0,2%).

Graphique 1.4 : Évolution du PIB en volume et contributions à la croissance trimestrielle du PIB (en pourcentage par rapport au trimestre précédent et en points de pourcentage)



Source : Eurostat

¹ En ce qui concerne l'Irlande, le Luxembourg, Malte et la Slovénie, les chiffres relatifs au premier trimestre 2011 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce rapport.

Tableau 1.2 : Projections macroéconomiques pour la zone euro (en taux de variation annuel)

	2010	2011	2012
IPCH	1,6	2,5 - 2,7	1,1 - 2,3
PIB réel	1,7	1,5 - 2,3	0,6 - 2,8
Consommation privée	0,8	0,6 - 1,2	0,4 - 2,2
Consommation publique	0,6	-0,4 - 0,6	-0,5 - 0,9
Investissement	-0,9	2,0 - 4,2	1,1 - 5,9
Exportations	11,1	5,8 - 9,6	2,6 - 10,6
Importations	9,3	4,3 - 7,9	2,6 - 10,0

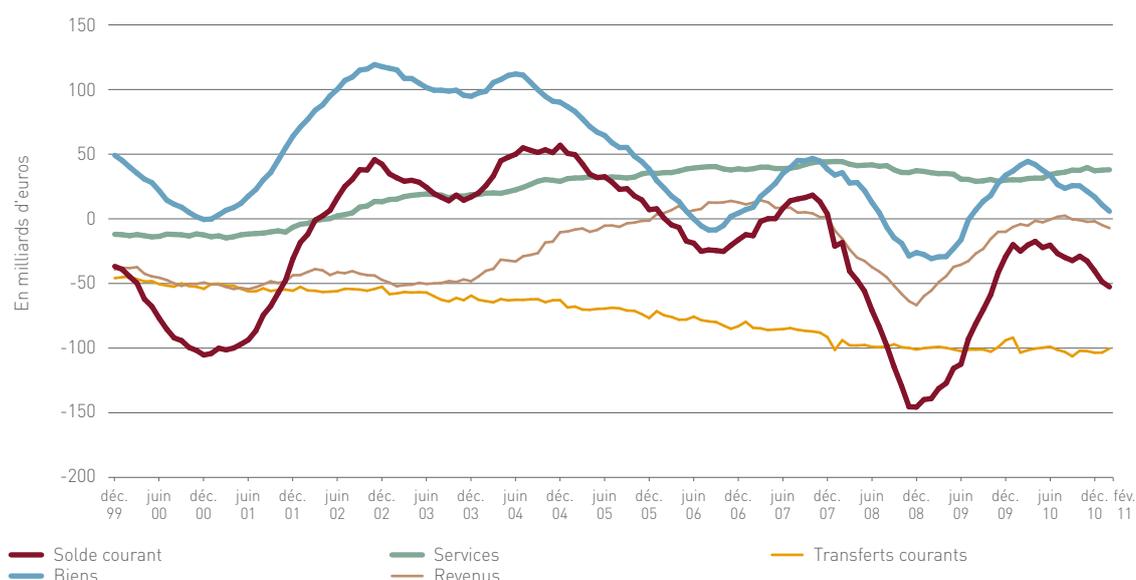
Source : BCE

Selon les projections macroéconomiques de juin 2011 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la croissance du PIB réel devrait se situer entre 1,5% et 2,3 % en 2011 et entre 0,6 % et 2,8 % en 2012. Par rapport aux projections des services de la BCE publiées en mars 2011, la fourchette de croissance du PIB en volume a été revue légèrement à la hausse pour l'année 2011, en raison de l'incidence positive d'une activité mondiale plus soutenue à court terme. La fourchette a été revue quelque peu à la baisse pour 2012, ce qui reflète essentiellement les perspectives relatives à l'investissement et aux exportations. Ces projections de juin 2011 établies par les services de l'Eurosystème sont globalement conformes aux prévisions des organisations internationales.

1.1.7 Commerce extérieur et balance courante de la zone euro

Au cours de l'année 2010, les transactions courantes de la zone euro se sont soldées par un déficit de 37 milliards d'euros (0,4% du PIB), après un déficit de 26 milliards en 2009. Ce développement est le résultat des détériorations survenues dans les soldes des marchandises et des transferts courants, qui ont toutefois été partiellement compensées par une amélioration des soldes des services et des revenus. L'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante de la zone euro, s'est contracté de 45 % pour retomber à 21 milliards sur toute l'année 2010. Cette détérioration est due à une hausse plus importante des importations en valeur que des exportations de biens, sous l'effet du renchérissement du prix des produits pétroliers et des autres matières premières.

Graphique 1.5 : Évolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source : BCE

L'évolution des indices moyens des prix met en évidence une croissance plus rapide des valeurs unitaires à l'importation (+11% en 2010) qu'à l'exportation (+5%). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 6% sur toute l'année 2010. La hausse du prix de l'énergie et des autres matières premières est à la

base de cette évolution négative. Les indices des volumes du commerce extérieur indiquent en revanche une hausse plus marquée des volumes exportés (+14 %) que des volumes importés (+10 %).

En termes nominaux, les exportations de marchandises de la zone euro ont progressé de 20 % en 2010 contre 22 % pour les importations, entraînant ainsi un recul de l'excédent des biens. A cela s'ajoute la contribution négative de la balance des transferts courants, dont le déficit s'est accru de 10 % pour atteindre 100 milliards d'euros sur toute l'année 2010. Ces deux évolutions négatives ont néanmoins été compensées en partie par une amélioration de l'excédent des services (+21 % à 41 milliards) et par un retournement du solde des revenus, qui a dégagé un léger excédent de 1,8 milliard sur toute l'année 2010.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix, les coûts et la compétitivité

1.2.1.1 Les prix à la consommation

En 2010, l'inflation globale s'est établie à un niveau élevé et elle s'est caractérisée par une accélération graduelle et continue tout au long de l'année. Le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 2,1 % en janvier à 2,5 % en juillet pour terminer l'année à 2,8 %. L'accélération s'est poursuivie par la suite et le taux d'inflation s'est hissé à 3,7 % en avril 2011, soit environ 1,0pp de plus que l'inflation dans la zone euro. En moyenne annuelle, les prix ont progressé de 2,3 % en 2010.

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a été supérieure à celle mesurée par l'IPCN, avec un profil intra-annuel relativement stable en 2010. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 3,0 % en janvier 2010 à 2,9 % en juillet pour s'établir à 3,1 % en fin d'année. Au début de l'année 2011 toutefois, partant de niveaux déjà très élevés, les taux d'inflation ont connu une sensible accélération. Ainsi, le taux de variation annuel basé sur l'IPCH s'est hissé à 4,0 % en mars et avril. En moyenne annuelle, les prix calculés selon la variante IPCH auraient progressé de 2,8 % en 2010.

Graphique 1.6 : Évolution des prix à la consommation (taux de variation annuels)



Source : Statec

L'évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte à la fois de l'accélération de l'inflation des produits énergétiques et du revirement de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie. Suite à l'envolée du prix du pétrole depuis le début 2009, le recul des taux de variation annuels des prix des produits pétroliers s'est d'abord modéré pour se transmuter ensuite en une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique). Cette accélération s'est accentuée au début de l'année 2010 et le taux de variation annuel s'est maintenu à un niveau élevé jusqu'à la mi-2010. En moyenne annuelle, la progression des prix des

produits pétroliers a pratiquement atteint 15% en 2010. Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé lors de la première moitié de l'année 2010, pour se redresser par la suite. Ainsi, le taux de variation annuel a baissé de 1,9% fin 2009 à 1,0% au deuxième trimestre 2010, pour s'établir à 1,7% en fin d'année 2010. Cette accélération s'est poursuivie par la suite et le taux s'est hissé à 2,5% en avril 2011. Le regain d'inflation résulte principalement de l'incidence du paiement de la tranche indiciaire du mois de juillet 2010 sur les prix de certains services, ainsi que du relèvement des prix administrés.

Depuis la mi-2010, l'inflation au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes². Au premier trimestre 2011, cet écart défavorable se chiffrait à respectivement 1,1 et 1,0 pp. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2011 ont atteint respectivement 4,5 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 8,2 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL³, ces derniers ont perçu la sensible remontée de l'inflation globale avec un retard de plusieurs mois. Ainsi, les perceptions qualitatives d'inflation des ménages ne se sont redressées que vers la fin 2009 et les anticipations – après une évolution en dents de scie – n'ont rebondi de manière conséquente que vers la fin de l'année 2010. En ce qui concerne ces dernières, et contrairement aux deux années précédentes, il semble que les consommateurs écartent désormais toute possibilité de baisse générale des prix. En mai 2011, avec l'ascension du prix du pétrole, les perceptions d'inflation ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le tournant de l'année 2008/2009.

Graphique 1.7 : Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs au Luxembourg et inflation observée



Sources : BCL, Statec

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Après avoir reculé de 8,3% en 2009, les prix à la production industrielle se sont en moyenne nettement redressés au cours de l'année 2010, en ligne avec le raffermissement de la demande mondiale de produits industriels. Au niveau sectoriel, il apparaît que les prix à la production des biens intermédiaires ont nettement rebondi en 2010, après avoir fortement reculé en 2009. Les données relatives au premier trimestre de l'année 2011 montrent que les prix à la production ont en moyenne poursuivi leur ascension en ce début d'année.

² L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

³ L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg par la BCL s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Les prix à la construction, qui recensent les tarifs pratiqués par les différents corps de métiers dans le bâtiment, affichent un profil qui diffère quelque peu de celui des prix à la production industrielle. En 2010, les prix à la construction ont poursuivi leur décélération. Ils ont progressé en moyenne de 0,7 % (après 1,1 % en 2009). Cette évolution des prix à la construction apparaît modérée compte tenu du retournement à la hausse que l'on a observé dans le secteur des biens intermédiaires sur l'ensemble de l'année 2010. En revanche, elle apparaît plus en ligne avec la légère baisse du coût salarial unitaire enregistrée dans le secteur de la construction (-0,2%). En effet, comme les prix des services consommés par les ménages luxembourgeois, les prix à la construction sont largement déterminés par le coût salarial en raison de leur forte intensité en facteur travail.

Tableau 1.3 : Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2009	2010	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4	2011-T1
Ensemble des produits industriels	-8,3	3,7	0,4	1,7	5,0	1,1	-0,6	4,9
Biens intermédiaires	-14,2	7,1	0,6	2,5	9,0	3,4	-1,0	5,9
Biens d'équipement	1,5	2,2	0,7	-1,0	1,0	2,6	1,5	4,9
Biens de consommation	2,6	0,1	0,8	-0,6	-0,2	0,6	0,3	1,1
Biens énergétiques	-0,8	-3,7	-0,5	-0,4	2,0	-6,7	-0,9	4,4

Source : STATEC

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La première estimation des comptes nationaux annuels pour l'année 2010, fait état d'un ralentissement de la croissance de la rémunération moyenne par salarié (1,6 % contre 1,8 % l'année précédente).

La croissance de la rémunération par tête s'est accélérée dans le secteur « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises » (1,6 %) et l'industrie (3,0 %) et a décéléré dans le secteur commercial (2,2 %) et les autres activités de services (1,2 %). La légère baisse enregistrée dans le secteur de la construction (-0,2 %) pourrait s'expliquer par la baisse de l'activité en raison des mauvaises conditions météorologiques en début et fin d'année 2010.

Il convient toutefois de souligner que ces résultats issus de la comptabilité nationale ne sont pas en phase avec l'indicateur de court terme de l'IGSS, qui fait état d'une accélération du coût salarial moyen à 2,5 % en 2010 (contre 2,0 % l'année précédente). Par ailleurs, il convient de rappeler que la contribution de l'indexation automatique des salaires à la croissance du coût salarial moyen s'élève à elle seule à 1,7 p.p. en 2010. Cette première estimation des comptes nationaux pour le coût salarial moyen doit donc être interprétée avec prudence, de même que tous les indicateurs qui en sont dérivés. La comptabilité nationale fera nécessairement l'objet de révisions lors des prochaines publications.

Le coût salarial unitaire réel a baissé de 5,5 % en 2010, le coût salarial unitaire nominal diminuant quant à lui de 0,3 % au cours de la même année. Néanmoins, au-delà des facteurs énumérés ci-dessus, il convient de placer ces évolutions dans leur contexte. De fait, le coût salarial unitaire, tant réel que nominal, avait fortement augmenté en 2009 dans le sillage de la crise (de respectivement 7,0 % et 6,7 %).

Selon la plus récente version de la comptabilité nationale trimestrielle, au quatrième trimestre 2010 la rémunération par tête a progressé de 2,0 % en glissement annuel et de 0,4 % en glissement trimestriel.

Divers facteurs sont susceptibles d'influer sur l'évolution du coût salarial moyen en 2011. Il s'agit d'une part du relèvement des taux de cotisation à la sécurité sociale et de l'ajustement à la hausse du salaire social minimum, tous deux intervenus au 1^{er} janvier 2011. Il s'agit d'autre part du paiement d'une tranche indiciaire qui, suite à l'accord conclu entre les partenaires sociaux et le gouvernement, sera effectif en octobre 2011 au plus tôt.

1.2.1.4 La compétitivité

En 2010, les indicateurs de compétitivité prix/coûts se sont améliorés (à l'exception de l'indicateur déflaté par le PIB). Selon les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosystème, les indicateurs de compétitivité devraient renouer avec leur détérioration tendancielle sur l'horizon de projection 2011-2013.

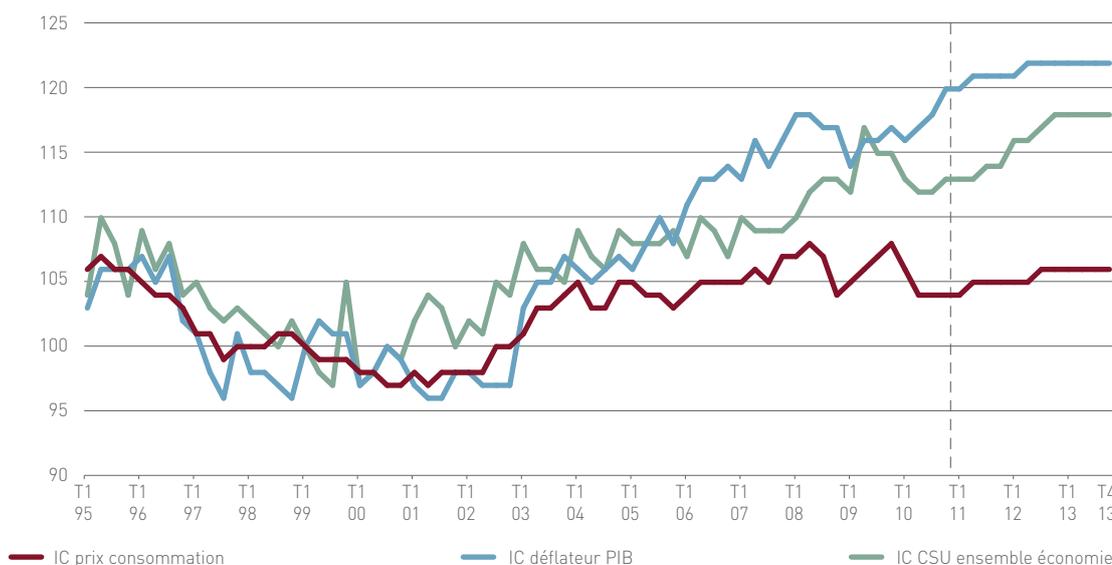
Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des mesures du taux de change effectif déflatés par différents indicateurs des prix ou coûts. Ainsi, ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg⁴, toujours exprimés dans une devise commune. La pondération attachée à chaque pays partenaire est une fonction de son importance dans les échanges commerciaux au Luxembourg.

Le graphique suivant présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg prolongés jusqu'en 2013 à l'aide des récentes projections de l'Eurosystème⁵. Pour chacun d'entre eux, une augmentation de la courbe signifie que les prix ou les coûts augmentent plus rapidement au Luxembourg que dans ses pays partenaires (une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise). L'indicateur basé sur les prix à la consommation a fortement reculé au premier trimestre 2010 et s'est légèrement repris par la suite. Sur l'ensemble de l'année 2010, l'indicateur s'est amélioré, en diminuant de 1,8%. La dernière observation disponible (pour 2011 T1) fait état d'une nouvelle amélioration (soit une diminution de 1,4% en glissement annuel). Selon nos projections, l'indicateur devrait à nouveau se détériorer dès 2011 (+0,5%) et cette détérioration devrait se poursuivre au cours des deux années suivantes (soit +0,7% en 2012 et +0,5% en 2013).

Selon les plus récents chiffres de la comptabilité nationale, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB enregistre une détérioration de +1,8% en 2010. La détérioration de l'indicateur a continué tout au long de l'année pour atteindre +2,1% en 2010 T4 (dernière observation disponible). Selon nos projections, cette détérioration devrait se prolonger en 2011 (+2,6%) avant de se modérer en 2012 (+0,6%) et 2013 (+0,3%).

L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie indique une amélioration de la compétitivité en 2010 (-2,0%). Cette amélioration a néanmoins connu une décélération au deuxième semestre 2010 (en glissement annuel). Selon nos projections, cet indicateur devrait se détériorer en 2011 (+1,1%), en 2012 (+2,8%) et en 2013 (+0,8%).

Graphique 1.8 : Indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, le déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires (CSU) dans l'ensemble de l'économie



Sources : Eurosystème et calculs BCL

⁴ Les pays partenaires considérés sont les 26 autres membres de l'Union européenne et onze pays additionnels : la Suisse, la Norvège, les Etats-Unis, le Canada, le Japon, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, la Corée du Sud, la Chine, Hong-Kong et Singapour.

⁵ Les années 2011-2013 se basent sur les projections des déflateurs pour les dix-sept pays membres de la zone euro et des hypothèses techniques pour le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

Encadré 1.1 :

LA COMPÉTITIVITÉ : QUELQUES ÉLÉMENTS FONDAMENTAUX

Lors d'un discours prononcé à l'université de Liège en février 2011, Jean-Claude Trichet, Président de la Banque Centrale Européenne (BCE), a présenté les principaux éléments d'une stratégie de compétitivité pour les pays membres de l'Union Economique et Monétaire (UEM). De manière générale, la compétitivité peut être définie comme « la capacité d'un pays d'améliorer de façon durable le niveau de vie, en termes économiques, de ses citoyens et de favoriser les créations d'emplois dans une économie ouverte ». Cette notion est d'autant plus importante à l'intérieur de l'UEM où des écarts de compétitivité excessifs entre les pays membres de cette union peuvent créer des déséquilibres importants et persistants. La notion de compétitivité est difficile à cerner, en raison du vaste éventail d'indicateurs disponibles. La stratégie de compétitivité des pays membres de l'UEM devrait se baser sur les cinq éléments fondamentaux qui suivent.

1. Les coûts salariaux unitaires dans le secteur des biens et services non-échangeables sont fondamentaux pour la compétitivité

Contrairement à ce qui est parfois avancé, la compétitivité d'un pays dépend également du secteur des biens et services non-échangeables. Il s'agit des biens et services qui sont généralement exclus

du commerce international en raison d'obstacles physiques (immeubles, certains services personnels), de réglementations nationales ou encore des coûts de transports. Le secteur des biens et services non-échangeables est souvent qualifié de secteur « protégé » alors que le secteur des biens et services échangeables (souvent assimilé à l'industrie manufacturière) constitue le secteur « exposé » à la concurrence internationale.

Cependant, les biens et services non-échangeables constituent des intrants importants dans la production des exportations. Ainsi, la progression des coûts salariaux unitaires dans le secteur non exposé peut obliger les entreprises du secteur exposé à réduire leurs marges de profit, en raison de l'impossibilité de transmettre la hausse de leurs coûts de production aux prix mondiaux. A long terme, un tel phénomène peut se traduire par une contraction du secteur exposé et de la croissance potentielle.

Comme en témoigne le tableau 1, entre 1998 et 2010, la variation cumulée des coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière s'est établie à 20,3% au Luxembourg, contre 5,0% en moyenne dans les pays limitrophes et 8,6% dans la zone euro. Parmi les autres secteurs de production (généralement assimilés au secteur « exposé »), seul le « Commerce, transports et communications » a enregistré une évolution des coûts salariaux unitaires moindre que dans les pays voisins et la zone euro.

Tableau 1 : Évolution cumulée des coûts salariaux unitaires selon la branche économique (entre 1998 et 2010) (en pourcentage)

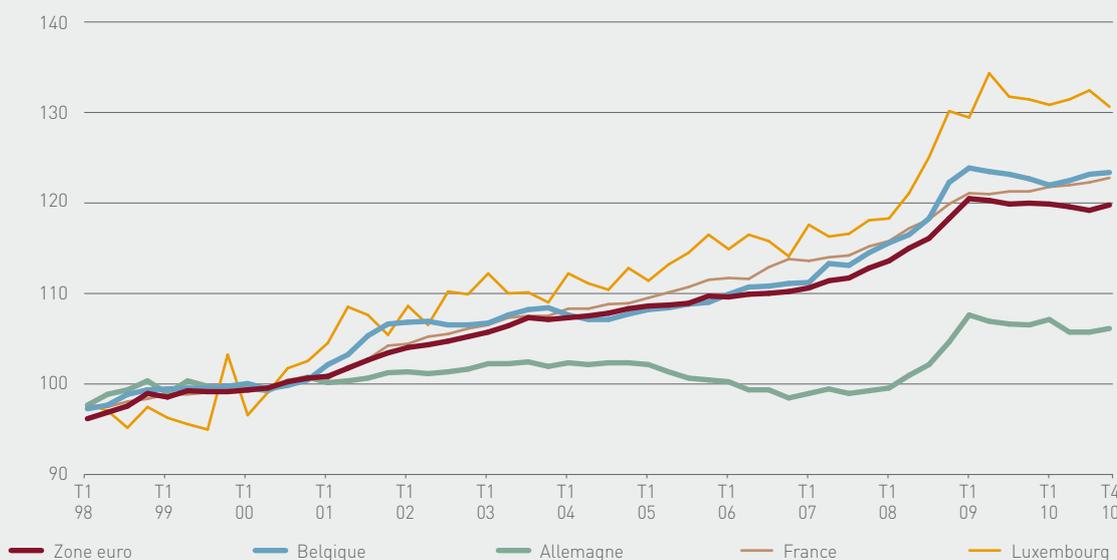
	Belgique	France	Allemagne	Italie	Pays-Bas	Zone euro	Royaume-Uni	Luxembourg
Economie totale	25,5	23,7	5,2	33,0	28,1	22,2	39,4	35,0
Industrie	7,9	6,8	0,3	31,2	3,4	7,9	29,7	19,3
Industrie manufacturière	8,4	6,0	0,5	35,8	2,7	8,6	21,3	20,3
Construction	19,5	57,7	14,8	69,9	66,3	40,3	97,4	51,8
Commerce, transports et communications	23,2	19,5	-6,0	25,6	3,8	17,1	26,0	7,2
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	30,5	32,5	28,2	42,1	40,9	37,7	36,4	56,6

Remarque : ces évolutions cumulées ont été calculées en comparant la moyenne du niveau des coûts salariaux unitaires en 1998 et celle du niveau en 2010. Source : OCDE, calculs BCL.

Comme l'indique le graphique 1, l'économie luxembourgeoise se caractérise par une progression plus rapide des coûts salariaux unitaires que celle enregistrée par ses principaux partenaires com-

merciaux. La persistance de différentiels de taux de croissance des coûts salariaux unitaires risque de continuer à entraîner des pertes de compétitivité importantes pour le Luxembourg.

Graphique 1 : Évolution des coûts salariaux unitaires depuis 1998
(Indice 2000 = 100, données trimestrielles désaisonnalisées)



Source : Eurostat

2. L'influence des salaires publics sur les salaires du secteur privé

En raison de leur importance en termes de parts du PIB et de la masse salariale, les salaires du secteur public font l'objet d'un intérêt grandissant. Les salaires dans le secteur privé et public peuvent interagir à travers différents canaux de transmission. Des études empiriques récentes¹ révèlent qu'une hausse des salaires dans le secteur public a des répercussions non négligeables sur les salaires dans le secteur privé et ainsi sur la compétitivité.

Tout d'abord, une augmentation de l'emploi dans le secteur public augmente la probabilité, pour un chômeur, d'être engagé dans ce secteur. Par ailleurs, une hausse des salaires publics augmente le gain lié à un emploi dans le secteur public. Par conséquent, les salaires publics sont susceptibles d'exercer une *pression sur les négociations salariales* ainsi qu'un effet d'éviction sur l'emploi dans le secteur privé. Par ailleurs, lorsque les salaires publics augmentent plus rapidement que les salaires du secteur privé, ces derniers sont susceptibles d'augmenter afin de réduire le différentiel. Cet ajustement peut être perçu comme un *effet de signal* du secteur public au secteur privé. Enfin, d'éventuelles hausses d'impôts destinées à financer les salaires publics risquent

d'induire une augmentation du coût du travail dans le secteur privé qui n'est pas liée à des gains de productivité.

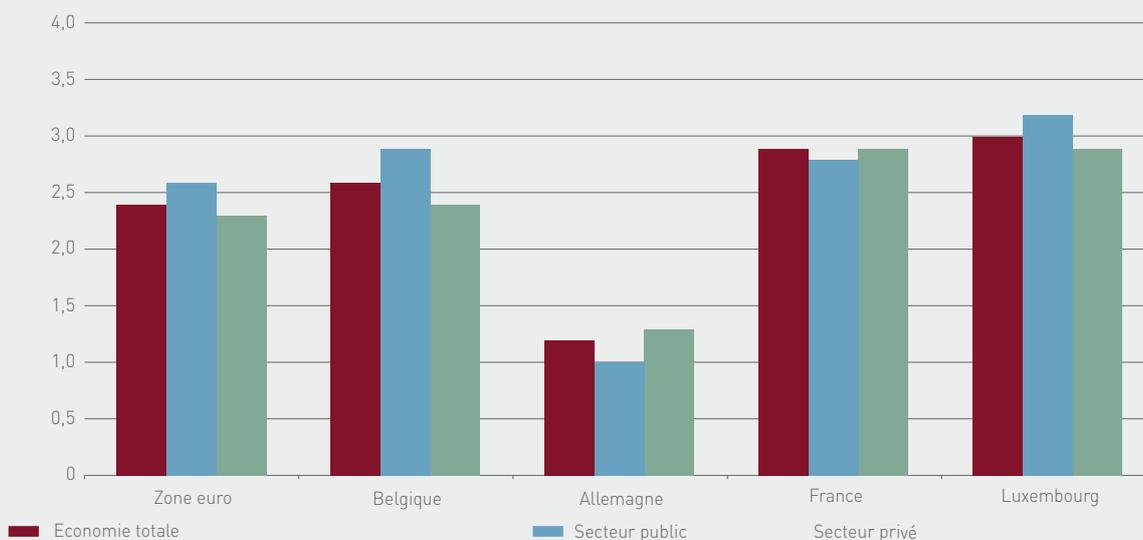
Comme en témoigne le graphique suivant, entre 2000 et 2010 la rémunération par salarié a en moyenne augmenté de 3,0% par an au Luxembourg dans l'ensemble de l'économie, soit à un taux plus élevé que dans les pays voisins et la zone euro. Par ailleurs, on constate que le coût salarial moyen a augmenté plus rapidement dans le secteur public² (en moyenne de 3,2% par an) que dans le secteur privé³ (2,9%). Le même constat est fait en Belgique et dans la zone euro dans son ensemble. Par contre, en Allemagne et en France, la croissance de la rémunération par tête a été moindre dans le secteur public que dans le reste de l'économie au cours de la période étudiée.

2 En raison de l'absence de données précises, le secteur public se définit dans le présent encadré comme le secteur incluant les activités L à P de la nomenclature européenne d'activités, NACE Rév. 1. Celles-ci incluent l'administration publique, mais également les secteurs « éducation », « santé et action sociale » ainsi que d'autres activités assimilables au secteur public comme « assainissement, voirie et gestion des déchets », « activités associatives », « activités récréatives, culturelles et sportives » et « services personnels ».

3 Les données relatives au secteur privé sont obtenues en retranchant les chiffres relatifs aux secteurs L à P des chiffres de l'économie totale.

1 Afonso et Gomes (2008), Lamo, Pérez et Schuknecht (2008), Pérez et Sánchez (2010).

Graphique 2 : Évolution annuelle moyenne de la rémunération par salarié selon le secteur (entre 2000 et 2010) (en pourcentage)



Remarque : en raison de l'indisponibilité de données relatives au nombre de salariés dans le secteur public pour la zone euro en 2010 et la France pour les années 2010 et 2009, les chiffres repris dans ce graphique font référence à la période 2000-2009 pour la zone euro et 2000-2008 en ce qui concerne la France. Les données relatives aux pays restants retracent l'évolution annuelle moyenne de la rémunération par salarié entre 2000 et 2010.

Source : Eurostat, calculs BCL

3. Les problèmes liés à des différentiels d'inflation importants et persistants dans le temps

La notion d'union monétaire et l'objectif de stabilité des prix ne sont pas incompatibles avec des écarts temporaires par rapport au taux d'inflation moyen de la zone euro. Des différentiels d'inflation épisodiques peuvent se manifester en raison de différences de développement économique, du degré d'ouverture du pays ou encore de sa position dans le cycle conjoncturel. En l'absence de taux de change nominaux, les différentiels d'inflation constituent alors un facteur d'ajustement potentiel. Longtemps prônée dans la littérature, la théorie de Balassa-Samuelson sur les effets de rattrapage permet néanmoins difficilement d'expliquer certains différentiels d'inflation persistants dans la zone euro, qui résulteraient plutôt de politiques macroéconomiques inappropriées et d'une croissance de la demande interne financée par la dette dans certains Etats membres. Par ailleurs, le mécanisme d'indexation automatique des salaires, tel qu'il existe au Luxembourg, est susceptible d'entraîner une spirale inflationniste persistante, alimentant les différentiels d'inflation et provoquant une perte de compétitivité qui peut conduire à une hausse du chômage. Il convient de rappeler à cet égard que les différentiels d'inflation cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se situent sur une

penne ascendante depuis la création de l'UEM⁴. Ces différentiels sont susceptibles d'alimenter des pertes de compétitivité des entreprises exportatrices luxembourgeoises.

4. Le solde du compte courant en tant qu'indicateur avancé de déséquilibres naissants et de perte de compétitivité

Des déficits ou surplus du compte courant ne sont pas nécessairement synonymes de mauvais fonctionnement de l'économie et peuvent s'inscrire dans le cadre d'effets de rattrapage. Toutefois, de larges déficits combinés à un niveau d'endettement élevé et à une surchauffe dans les secteurs de biens non échangeables peuvent indiquer des problèmes structurels majeurs et sont souvent accompagnés de pertes de compétitivité. Bien que les soldes des comptes courants inter-zone euro ne peuvent pas provoquer des crises de change, ils constituent un indicateur essentiel pour les décideurs politiques au niveau agrégé.

5. Des finances publiques saines, une condition sine qua non à une compétitivité durable

Des expériences passées montrent que les consolidations budgétaires comportent des coûts à court

⁴ Se référer au Bulletin 2011/1

terme relativement limités en termes de croissance économique, à condition qu'ils s'inscrivent dans le cadre d'une réforme globale. La meilleure stratégie pour assurer le succès de la consolidation doit reposer sur un programme de réformes structurelles et une maîtrise des dépenses. Par ailleurs, de telles politiques sont susceptibles de favoriser la reprise économique par le biais d'une amélioration de la confiance et elles permettent de restaurer la capacité des responsables publics à intervenir en cas de difficultés. Des finances publiques saines et la crédibilité des signatures souveraines des États jouent ainsi un rôle essentiel dans la stabilité économique et financière à moyen et à long terme.

Bibliographie

Afonso A. and Gomes P. (2008), Interactions between private and public sector wages, ECB Working Paper Series, n° 971

Lamo A., Pérez J. J. and Schuknecht L. (2008), Public and private sector wages co-movement and causality, ECB Working Paper Series, n° 963

Pérez J. J. and Sánchez A. J. (2010), Is there a signaling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data, ECB Working Paper Series, n° 1148

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Tableau 1.4 : Croissance annuelle (en pourcentage) de l'emploi* et taux de chômage (en pourcentage de la population active)

	Emploi salarié*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» désaisonnalisé	Taux de chômage «large»	Taux de chômage «large» désaisonnalisé
2005	3,2	0,2	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,3%	6,1%	5,3%
2006	4,1	-0,7	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	5,5%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,4	2,3	4,4%	4,4%	6,1%	5,5%
2008	5,0	2,5	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%	5,7%
2009	1,2	1,4	1,2	1,0	1,4	2,8	5,7%	5,7%	7,0%	7,0%
2010	1,7	1,4	1,7	1,7	1,7	2,2	6,0%	6,0%	7,6%	7,6%
2010T1	0,7	3,3	0,8	0,3	1,2	2,1	6,3%	6,0%	7,8%	7,6%
2010T2	1,7	1,4	1,7	1,6	1,7	2,1	5,7%	6,0%	7,4%	7,6%
2010T3	2,2	0,4	2,1	2,2	2,0	2,2	5,8%	6,1%	7,4%	7,6%
2010T4	2,4	0,7	2,3	2,7	2,0	2,2	6,3%	6,1%	7,9%	7,8%
Jan-10	0,3	3,2	0,4	-0,2	0,9	1,9	6,4%	5,9%	7,8%	7,5%
Fév-10	0,7	3,4	0,9	0,4	1,2	2,1	6,4%	6,0%	7,9%	7,6%
Mars-10	1,0	3,2	1,2	0,8	1,5	2,2	6,2%	6,0%	7,7%	7,7%
Avr-10	1,5	1,7	1,5	1,4	1,6	2,1	5,9%	6,0%	7,5%	7,6%
Mai-10	1,7	1,2	1,6	1,4	1,8	2,1	5,6%	6,0%	7,3%	7,5%
Juin-10	1,9	1,3	1,9	1,9	1,9	2,2	5,6%	6,1%	7,3%	7,6%
Juil-10	2,0	0,6	1,9	2,0	1,9	2,2	5,7%	6,1%	7,3%	7,6%
Août-10	2,3	0,5	2,2	2,3	2,0	2,3	5,8%	6,1%	7,4%	7,6%
Sep-10	2,3	0,3	2,2	2,4	2,0	2,2	5,9%	6,1%	7,6%	7,7%
Oct-10	2,4	0,8	2,3	2,6	2,1	2,3	6,1%	6,1%	7,8%	7,7%
Nov-10	2,4	0,6	2,3	2,6	2,0	2,2	6,2%	6,1%	7,9%	7,8%
Déc-10	2,4	0,6	2,3	2,8	2,0	2,2	6,5%	6,1%	8,1%	7,9%
Jan-11	2,5	0,6	2,4	2,4	2,4	2,2	6,3%	5,9%	8,0%	7,7%
Fév-11	2,4	0,6	2,3	2,6	2,1	1,8	6,2%	5,8%	7,9%	7,6%
Mars-11	2,4	0,7	2,3	2,6	2,1	1,8	5,9%	5,7%	7,7%	7,6%
Avr-11	2,2	1,6	2,2	2,6	1,9	1,9	5,9%	6,0%	7,7%	7,7%

*Les données concernant l'emploi pour les mois de février à avril 2011 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives au chômage pour le mois d'avril 2011 sont des données provisoires.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

En écho à la reprise de l'économie luxembourgeoise, la progression annuelle de l'emploi total et de l'emploi salarié s'est établie à 1,7% en 2010, contre 1,2% l'année précédente. Les plus récentes données disponibles font état d'une certaine stabilisation de la progression annuelle de l'emploi autour de 2,2% à 2,5% au cours de la deuxième moitié de 2010 et en ce début d'année 2011.

Le taux d'emplois vacants n'a quasiment pas cessé de s'améliorer depuis le début de l'année sous revue. La progression dynamique enregistrée par les offres d'emploi non satisfaites (OENS) postées par les entreprises auprès de l'ADEM⁶ signale un regain de dynamisme et de confiance de la part des firmes. Parallèlement, l'emploi salarié, dont la croissance annuelle avait fortement décéléré suite à la crise, a vu sa progression s'accélérer.

Graphique 1.9 : Taux d'emplois vacants et évolution de l'emploi salarié
(en pourcentage et variation en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



Remarque : Il s'agit de données non ajustées pour les variations saisonnières

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

Le redémarrage de l'emploi a abouti à la création nette de plus de 6 100 postes en 2010, dont environ un tiers (en moyenne annuelle) a été occupé par des travailleurs non-résidents. Après avoir subi une décélération marquée dans le sillage de la crise, la progression annuelle de l'emploi frontalier s'est accélérée tout au long de l'année 2010, pour s'établir à 2,6% en avril 2011. De son côté, la croissance de l'emploi national a connu un léger ralentissement en fin d'année. Selon les dernières estimations, la progression annuelle de l'emploi résident s'est établie à 1,9% en avril 2011.

Le regain de dynamisme de l'emploi frontalier trouve son reflet du côté du travail intérimaire, qui a progressé de 11,8% en 2010 après s'être largement contracté l'année précédente (-22,9%). L'incertitude persistante semble inciter les entreprises à recourir en priorité à l'emploi intérimaire, qui a joué le rôle de facteur stabilisateur pendant la crise.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle qu'à l'exception du secteur industriel (-0,1 p.p.), l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la progression annuelle de l'emploi salarié en 2010. La croissance de l'emploi trouve essentiellement son origine dans le secteur « commerce, horeca, transports et communications » (0,6 p.p.), les autres activités de services (0,6 p.p.) ainsi que le secteur « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises »⁷ (0,4 p.p.).

⁶ Le nombre d'OENS s'est établi à 3 862 en avril 2011, soit à un niveau historiquement élevé.

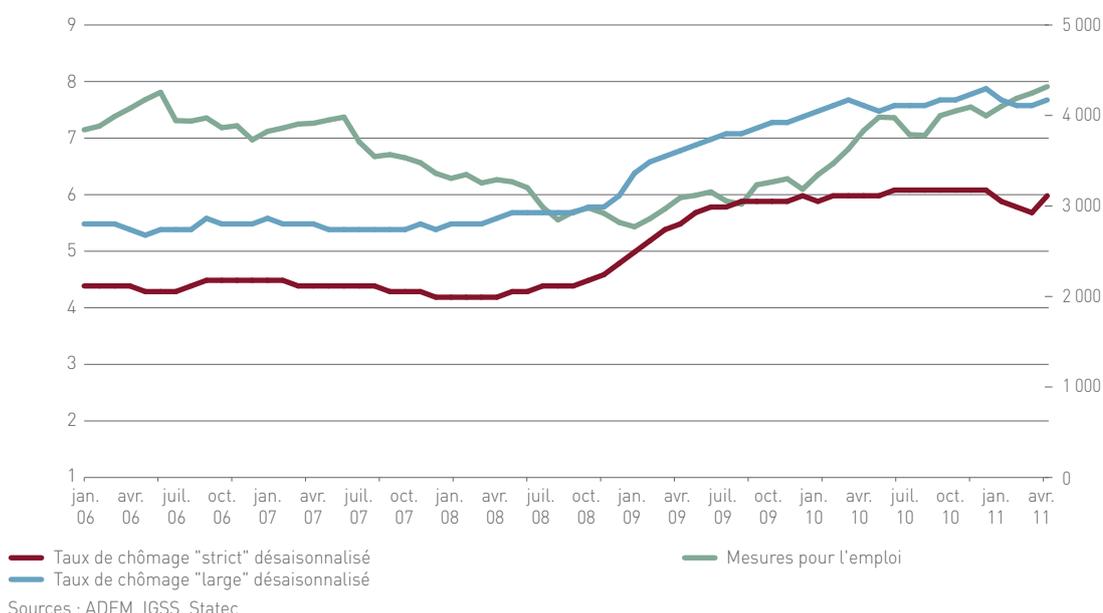
⁷ La progression de l'emploi enregistrée dans ce secteur s'explique en grande partie par l'emploi intérimaire.

La plus récente estimation relative aux comptes nationaux trimestriels fait état d'une stabilisation de la progression annuelle de l'emploi salarié à 2,0% au dernier trimestre 2010. Il convient de souligner la contribution positive de l'industrie (0,1 p.p.), qui a cessé de ponctionner la progression annuelle de l'emploi.

1.2.2.2 Le chômage

Le taux de chômage « strict » annuel moyen s'est établi à 6,0% en 2010, en hausse de 0,3 p.p. par rapport à l'année précédente. Cette évolution a priori négative masque néanmoins la quasi-stabilisation du taux de chômage « strict » désaisonnalisé autour de 6,0% à 6,1% depuis fin 2009. Par ailleurs, les plus récentes estimations font état d'une légère baisse du taux de chômage au cours des derniers mois (à l'exception du mois d'avril 2011), ce qui corrobore une légère amélioration de la situation fondamentale. En avril 2011, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,0%. Toutefois, ces données encore provisoires risquent d'être révisées à la baisse.

Graphique 1.10 : Taux de chômage et nombre de mesures pour l'emploi
(en pourcentage de la population active et en nombre)



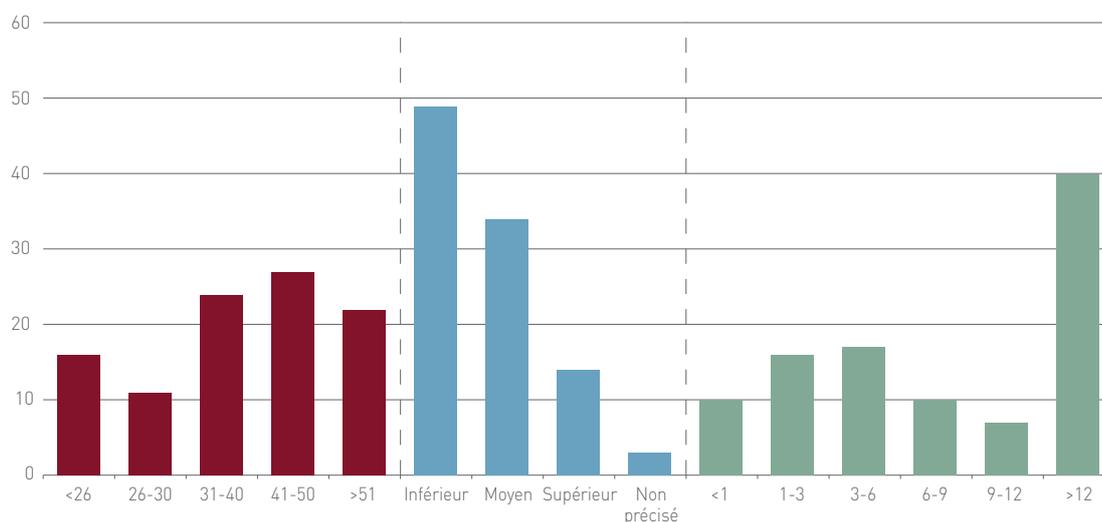
Le taux de chômage au sens « large » s'est établi à 7,6% en 2010, en hausse de 0,6 p.p. par rapport à 2009. Cette évolution s'explique essentiellement par la forte progression enregistrée du côté du nombre de mesures de soutien à l'emploi. De fait, le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une telle mesure s'est établi à plus de 3 800 en moyenne en 2010, en hausse de 24,1% par rapport à l'année précédente. Les mesures les plus importantes sont celles destinées aux demandeurs d'emploi non-indemnisés ainsi que celles ciblent les jeunes chômeurs. D'après les plus récentes estimations, le taux de chômage « large » désaisonnalisé s'est établi à 7,7% en avril 2011.

Après avoir atteint des niveaux historiquement élevés, le recours au chômage partiel a poursuivi sa tendance baissière, entamée depuis mi-2009. Selon les plus récentes données, le nombre de demandes introduites par les entreprises s'est établi à 33 pour le mois de juin 2011, en quasi-stagnation par rapport au mois précédent (34 demandes) mais en forte baisse par rapport à juin 2010 (88 demandes). Par ailleurs, le nombre de salariés potentiellement affectés par une mesure de chômage partiel a baissé de 57,4% entre juin 2010 et juin 2011 pour s'établir à 1 402 salariés. Environ deux tiers des demandes d'autorisations concernent le secteur industriel. Bien que de nombreuses incertitudes subsistent, l'abolition des conditions favorables dont bénéficient les entreprises ayant recours au chômage partiel pourrait avoir un effet relativement limité sur le chômage, essentiellement en raison de la baisse du recours à ce dispositif.

Selon la base de données mensuelle de l'IGSS, la durée moyenne de travail a augmenté de 0,2% au cours de l'année 2010, après s'être fortement contractée l'année précédente (-3,0%)⁸. Plusieurs facteurs pourraient expliquer la faible progression de la durée moyenne de travail au cours de l'année sous revue. Tout d'abord, bien que le nombre d'heures chômées ait diminué en 2010, celui-ci demeure à des niveaux historiquement élevés⁹. D'autre part, le nombre de salariés travaillant à temps partiel a progressé de 2,2% entre 2009 et 2010, alors que le nombre de salariés en temps complet n'a augmenté que de 1,7%¹⁰. La poursuite (certes dans une bien moindre mesure) de la hausse du recours à des contrats à temps partiel pourrait en partie expliquer la progression relativement faible de la durée moyenne de travail au cours de l'année sous revue et ceci dans le contexte d'une baisse du chômage partiel et d'une hausse des heures supplémentaires.

La progression dynamique des OENS couplée à une quasi-stabilisation des demandes d'emploi non satisfaites (DENS) ont engendré une amélioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail. De fait, en moyenne, en 2010, un emploi a été offert pour sept candidats potentiels inscrits à l'ADEM, contre un poste offert pour dix chômeurs au cours de l'année précédente. Toutefois, l'inadéquation demeure importante, en particulier pour les catégories de personnes a priori plus vulnérables. Comme le témoigne le graphique ci-joint, en 2010, près de la moitié des chômeurs ne disposent que d'un niveau de qualification inférieur.

Graphique 1.11 : Répartition des demandeurs d'emploi selon différentes caractéristiques en 2010 (en pourcentage par rapport au nombre total de demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM)



Sources : ADEM, IGSS, Statec

De même, un cinquième des demandeurs d'emploi a plus de 51 ans. Par ailleurs, environ 20,0% des demandeurs d'emplois résidents sont considérés comme «travailleurs à capacité de travail réduite»¹¹ ou «travailleurs handicapés». Les chômeurs appartenant à ces catégories rencontrent souvent plus de difficultés à réintégrer le marché du travail et sont plus enclins à tomber dans du chômage de longue durée. Celui-ci n'a au demeurant cessé d'augmenter au cours des dernières années et cette évolution s'est accélérée suite à la crise.

8 Ces chiffres font référence au nombre d'heures mensuelles travaillées en moyenne par chaque salarié. En raison d'une rupture statistique engendrée par l'introduction du Statut Unique au 1^{er} janvier 2009 et afin de pouvoir faire des comparaisons entre les différentes années, ces chiffres incluent également les heures rémunérées mais non effectuées. Il s'agit par exemple des incapacités de travail pour cause de maladie, des congés pour raisons familiales, des congés d'accompagnement ainsi que des congés pour cause d'accident. Dans la limite des informations disponibles, en corrigeant la durée moyenne de travail du nombre d'heures rémunérées mais non effectuées, on peut estimer le nombre d'heures effectivement prestées par les salariés (incluant les heures supplémentaires). Ces chiffres corrigés font état d'une stagnation du nombre d'heures travaillées par salarié et par mois en 2010 (par rapport à 2009).

9 A noter que les heures chômées incluent le chômage conjoncturel ainsi que le chômage pour intempéries. En conséquence, les mauvaises conditions météorologiques enregistrées en début et fin d'année 2010 ont certainement contribué à la baisse de l'activité dans certains secteurs (tels que la construction) et donc à la hausse des heures chômées au cours de ces périodes.

10 Pour rappel, alors que le nombre de salariés sous contrat à temps complet avait baissé de 1,0% en 2009, le temps partiel avait fortement augmenté dans le sillage de la crise (accroissement de 15,7% en 2009).

11 Personnes bénéficiaires d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des travailleurs incapables d'exercer leur dernier poste de travail en application des dispositions L.551-1. et suivantes du Code du travail (y compris un certain nombre de personnes reconnues également travailleurs handicapés).

En comparaison par rapport à la population active, le taux de chômage de longue durée s'est établi à 2,3 % en moyenne en 2010, en hausse par rapport à l'année précédente (1,8 %). L'aggravation du chômage de longue durée est d'autant plus évidente que le taux de chômage de courte durée¹² a quant à lui légèrement baissé au cours de la même période, en passant de 3,8 % en 2009 à 3,7 % en 2010. Par ailleurs, le taux de chômage des personnes disposant d'un niveau de qualification inférieur est supérieur à celui des personnes moyennement ou hautement qualifiées (soit en moyenne en 2010, respectivement 6,1 %, 4,0 % et 3,8 %)¹³.

Les évolutions récentes des principaux agrégats de l'emploi et du chômage témoignent d'une amélioration de la situation sur le marché du travail. Néanmoins, il est à craindre que la récente hausse du chômage vienne en partie alimenter le chômage structurel, de sorte que la reprise de l'emploi ne suffise pas à enrayer complètement les effets de la crise sur le chômage.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

La production industrielle a nettement rebondi en 2010, après s'être littéralement effondrée en 2009. Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont vu leur production se redresser en 2010 même si, il est vrai, les trajectoires infra-annuelles ont quelque peu varié d'un secteur à l'autre. Deux secteurs ont ainsi vu leurs rythmes de production ralentir fortement entre le premier et le deuxième semestre de l'année 2010. Il s'agit de l'industrie des biens intermédiaires et de la sidérurgie. Rappelons que les évolutions de la production dans ces deux secteurs sont en partie liées, notamment parce que la sidérurgie fournit le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction.

Tableau 1.5 : Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

	2009	2010	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-15,9	10,2	2,8	15,6	14,5	5,2	6,2
Pjo - Biens intermédiaires	-16,6	10,0	12,8	23,3	16,6	-0,1	2,2
Pjo - Biens d'équipement	-29,9	12,8	-22,2	-0,7	17,9	22,1	12,4
Pjo - Biens de consommation	-5,3	11,8	7,0	17,2	6,2	11,0	13,6
Pjo - Énergie	-2,7	11,8	0,7	9,2	22,9	4,1	12,1
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-14,8	9,6	-0,6	13,4	12,2	6,5	6,7
Pjo - Sidérurgie	-24,2	15,8	46,1	36,9	35,7	-5,7	1,7

Source : STATEC

Sur l'ensemble de l'année 2010, la croissance de l'activité industrielle a été nettement plus dynamique au Luxembourg que dans la zone euro, où la production n'a progressé que de 7,1 % (contre 10,2 % au Luxembourg). Les plus récentes statistiques couvrent le mois de février 2011. Elles font état d'une progression modeste de 2,1 %, sur un an, de la production industrielle totale en février.

Dans les secteurs des biens d'équipement et de la sidérurgie, la production a fortement progressé en février (de respectivement 18,6 % et 13,1 %). La hausse de la production a été plus modérée dans le secteur de l'énergie (+3,9 %). Enfin, la production a reculé en février dans le secteur des biens intermédiaires (-1,6 %) et de consommation (-2,0 %).

Au final, la production industrielle du Luxembourg se situait fin février 2011 à un niveau qui reste de plus de 8 % inférieur au point relativement haut observé en août 2008, – alors que la baisse enregistrée dans la zone euro sur la même période s'établit autour de 6 %).

12 Il s'agit de la proportion des demandeurs d'emploi dont la durée de chômage est inférieure ou égale à 12 mois.

13 Il s'agit ici de données issues de l'Enquête sur les forces de travail menée par le Statec et Eurostat. Il se peut que des divergences apparaissent entre les données publiées par l'ADEM et celles issues de l'Enquête sur les forces de travail. A titre d'exemple, en 2010, le taux de chômage s'est établi à 4,4 % selon l'enquête trimestrielle et 6,0 % selon les données publiées par l'ADEM. Dans l'absolu, ces chiffres ne sont pas comparables étant donné les différences existantes en termes de sources de données et de méthodologie appliquée.

L'activité dans le secteur de la construction, pour sa part, a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009 par rapport à l'industrie, avant d'afficher des résultats décevants en 2010. Le niveau de la production a en moyenne quasiment stagné en 2010 par rapport à 2009 et ce, en dépit d'un redressement des heures travaillées. Les indicateurs disponibles pour le début de l'année 2011 indiquent au contraire une reprise de l'activité. La production dans le secteur de la construction est ainsi apparue exceptionnellement dynamique en janvier et février 2011, après un mois de décembre catastrophique en raison de la rigueur de l'hiver. Elle aurait ainsi profité d'un report d'activité non effectuée en décembre. La croissance sur un an de la production dans la construction s'est établie à un rythme moyen supérieur à 20% au cours des deux premiers mois de l'année. Elle a aussi bénéficié d'effets de base favorables, l'activité dans le secteur de la construction s'étant fortement réduite au début de l'année 2010 en raison notamment de mauvaises conditions météorologiques.

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire des logements ont reculé de 21,0% au quatrième trimestre de l'année 2010 par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Toujours en glissement annuel, les autorisations de construction de maisons individuelles et de maisons à appartements ont diminué de respectivement 11,2% et 25,3% au dernier trimestre de 2010. Sur l'ensemble de l'année 2010, les permis ont progressé de manière dynamique sur le segment des maisons individuelles (+32,9%) tandis qu'ils ont reculé pour les maisons collectives (-11,7%). Le nombre total de permis de bâtir enregistre une quasi-stabilisation par rapport à 2009, en se situant à 3 551.

Tableau 1.6 : Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Production par jour ouvrable -Total	1,1	0,2	5,6	3,1	-1,3	4,0	1,6	-3,8
Heures travaillées	-0,9	1,2	3,5	-5,0	-2,6	9,1	-6,0	4,9
Permis de bâtir ¹	-8,5	0,3	-2,8	-4,4	40,4	13,7	-3,8	-21,0

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

1.2.3.2 Secteur financier

Le bilan des établissements de crédit

Graphique 1.12 : Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1995 à mars 2011 (en millions d'euros pour le bilan)



Source : BCL

Le graphique précédent, qui reprend en bleu l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. Il apparaît que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par

une légère hausse de la somme des bilans, qui ne s'est pas poursuivie. Au mois de décembre, la somme des bilans est de 769 256 millions d'euros.

Ce graphique met également en évidence le mouvement de concentration dans le secteur bancaire au Luxembourg depuis le début des années 2000.

Evolution des principaux postes de l'actif du bilan

Tableau 1.7 : Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12-2009	12-2010	03-2011	12-2009 - 12-2010		12-2010 - 03-2011		03-2011
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	374 389	364 047	372 689	-10 342	-2,8	8 642	2,4	48,6
Créances sur la clientèle	188 149	191 174	191 768	3 024	1,6	594	0,3	25,0
Portefeuille-titres	214 425	187 683	176 821	-26 743	-12,5	-10 862	-5,8	23,1
Autres actifs	20 497	26 353	24 851	5 856	28,6	-1 502	-5,7	3,2
Total de l'actif	797 461	769 256	766 129	-28 205	-3,5	-3 127	-0,4	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

Entre les mois de décembre 2009 et de décembre 2010, la somme des bilans des établissements de crédit s'est contractée de 3,5%, passant de 797 461 à 769 256 millions d'euros. Le portefeuille de titres des banques ainsi que les créances interbancaires expliquent cette baisse. Les créances sur la clientèle et les autres actifs sont par contre en hausse par rapport à l'année précédente. La baisse de la somme des bilans des établissements de crédit s'est poursuivie au cours des trois premiers mois de 2011. Ainsi, elle était en recul de 0,4% (soit de 3 127 millions d'euros) en mars 2011 par rapport à décembre 2010.

Contrairement aux trimestres précédents, la réduction du volume des activités ne s'est pas essentiellement matérialisée par le biais de l'interbancaire, dont la baisse, entamée au début de l'année 2009, demeure pourtant ininterrompue. En effet, depuis le début de l'année 2010, le portefeuille de titres des banques s'est contracté de 12,5%, soit de 26 743 millions d'euros, pour atteindre un total de 187 683 millions d'euros au 31 décembre 2010. Cette contraction résulte en partie de la baisse de certains indices boursiers depuis le mois d'avril 2010. En effet en mars 2010, la valeur du portefeuille de titres s'élevait à 218 807 millions d'euros, soit un volume supérieur à celui observé fin 2009. Par ailleurs, cette contraction s'inscrit également dans un contexte où les banques cherchent à se libérer de certains titres, afin de réduire le volume de leurs actifs à risques et d'améliorer la qualité de leurs expositions. Le portefeuille-titres des banques est investi à 92,4% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 7,6% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations).

En ce qui concerne la réduction du volume des créances interbancaires, le rythme de la baisse s'est quelque peu amoindri. En effet, entre janvier 2009 et janvier 2010, les créances interbancaires ont diminué de 19,3%, tandis qu'entre décembre 2009 et décembre 2010, la baisse n'est plus que de 2,8%. Cependant, l'encours des créances interbancaires de 364 047 millions d'euros fin décembre 2010 est à mettre en relation avec l'encours de 509 120 millions d'euros du troisième trimestre 2008, pour réaliser l'ampleur de la diminution des créances interbancaires depuis la crise.

Au cours de l'année 2010, les créances sur la clientèle ont augmenté de 1,6% pour s'élever à 191 174 millions d'euros au 31 décembre 2010. Notons que le volume des crédits accordés aux résidents luxembourgeois a augmenté de 12% au cours de la période, tandis que le volume des crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro a baissé de 4,3%. Fin mars 2011, les créances sur la clientèle représentent 25% de l'actif des établissements de crédit.

L'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une évolution fortement positive entre décembre 2009 et décembre 2010, passant de 20 497 à 26 353 millions d'euros. La vente de produits dérivés par les banques est relativement contra-cyclique. En effet, un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection. Notons cependant qu'entre le troisième et le quatrième trimestre 2010, l'encours des autres actifs a diminué de 10%. Le poids relatif des autres actifs reste modeste ; ils représentent, fin mars 2011, 3,2% du total de l'actif des établissements de crédit.

Evolution des principaux postes du passif du bilan

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également être transposées à l'analyse du passif.

Entre décembre 2009 et décembre 2010, les encours de dettes interbancaires ont diminué de 22 350 millions d'euros (soit de 6%), atteignant ainsi 348 243 millions d'euros fin 2010. Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg, qui a réduit son apport de liquidités aux banques depuis septembre 2009, quand les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 18 448 millions d'euro, contre 2 769 millions d'euros fin décembre 2010. Les dépôts interbancaires représentent près de la moitié (45,4%) du passif du bilan des banques fin mars 2011.

Les dettes envers la clientèle ont faiblement diminué entre décembre 2009 et décembre 2010, pour atteindre 265 804 millions d'euros. La diminution des dépôts de la clientèle non bancaire est essentiellement due à la clientèle étrangère résidant dans les autres pays membres de la zone euro. Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle non bancaire, qui représentent un poids relatif de 35,2% de la somme du passif fin mars 2011.

Entre décembre 2009 et décembre 2010, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 11,8%. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 72 278 millions d'euros à la fin de l'année, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,9% de la somme du passif fin mars 2011).

A la fin de l'année 2010, 82 931 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les normes IAS/IFRS appliquées depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en hausse de 5,9% entre fin 2009 et fin 2010 et en baisse de 3,0% entre décembre 2010 et mars 2011.

Tableau 1.8 : Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	12-2009	12-2010	03-2011	12-2009 - 12-2010		12-2010 - 03-2011		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	370 593	348 243	347 750	-22 350	-6,0	-493	-0,1	45,4
Dettes envers la clientèle	266 619	265 804	270 017	-815	-0,3	4 213	1,6	35,2
Dettes représentées par un titre	81 914	72 278	67 906	-9 636	-11,8	-4 371	-6,0	8,9
Autres passifs	78 336	82 931	80 456	4 596	5,9	-2 476	-3,0	10,5
Total du passif	797 461	769 256	766 129	-28 205	-3,5	-3 127	-0,4	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source: BCL

L'emploi dans les banques

Le secteur bancaire luxembourgeois, qui était créateur net d'emplois depuis la fin du premier semestre 2004, a vu ses effectifs reculer de 3,6% en deux ans, entre décembre 2008 et décembre 2010, ce qui équivaut à une perte de 953 emplois.

C'est au cours du troisième trimestre de l'année 2008 que l'effectif des banques du Luxembourg a atteint son maximum, avec 27 269 personnes employées, dans 154 établissements de crédit. Depuis, cet effectif n'a cessé de reculer.

Au 31 décembre 2010, 26 255 personnes occupent un emploi bancaire au Luxembourg dans les 147 établissements de crédit recensés, contre 26 416 un an auparavant, soit 161 employés de moins.

Le dernier trimestre de l'année 2010 enregistre pourtant une hausse de 37 emplois par rapport au troisième trimestre de l'année. Il s'agit d'un premier revirement de tendance, après huit trimestres marqués par des baisses de l'emploi. Cependant, cette hausse est due à un effet de base. En effet, un établissement de crédit a augmenté son effectif de plus de 100 personnes au cours du dernier trimestre, en rémunérant désormais directement des employés qui travaillaient auparavant pour un sous-traitant de son service d'administration de fonds d'investissement. En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 31 décembre 2010 serait en baisse de près de 80 unités par rapport au trimestre précédent.

Finalement, on note encore que le premier trimestre de l'année en cours se caractérise par une baisse de l'emploi de 37 unités, soit 0,1% par rapport au dernier trimestre de l'année 2010. Ainsi, au 31 mars 2011, l'emploi dans les établissements de crédit est en baisse de 180 unités par rapport au 31 mars 2010.

Graphique 1.13 : Évolution de l'effectif des banques entre décembre 1994 et mars 2011



Source : BCL

L'évolution des comptes de profits et pertes

Sur base des chiffres provisoires relatifs à l'année 2010, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois a diminué de 18,5% entre 2009 et 2010 pour s'élever à 5 031 millions d'euros en 2010.

Revenus

La baisse de la somme des bilans des banques cumulée avec les moindres opportunités de transformations d'échéances au cours des années 2009 et 2010 ont généré des revenus d'intérêts moins élevés en 2010. Les intérêts perçus ont diminué de 34,1% par rapport à l'année 2009 alors que les intérêts bonifiés ont reculé de 38,9% sur la même période. Ainsi, la marge sur intérêts a reculé de 14,6% entre 2009 et 2010, pour s'élever à

5 653 millions d'euros en 2010. Partant, son importance relative dans le produit bancaire s'est établie à 57,0 % contre 69,0 % et 61,9 % en 2008 et 2009.

Les revenus de valeurs mobilières, qui sont inclus dans la marge sur intérêts, se sont élevés à 750 millions d'euros, ce qui correspond à une légère diminution par rapport à 2009 où ils s'étaient élevés à 773 millions d'euros.

Tableau 1.9 : Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
Résultat des établissements de crédit, y inclus les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois
(en millions de EUR ; données brutes ; en fin de période)

	Rubrique des profits et pertes	2009/12	2010/12	Variations en pourcent	Variations en termes bruts
1	Produits d'intérêts	27 755	18 278	-34,1 %	-9 477
2	Revenus de valeurs mobilières	773	750	-3,0 %	-23
3	Intérêts bonifiés	21 906	13 375	-38,9 %	-8 531
4	Marge sur intérêts	6 622	5 653	-14,6 %	-969
5	Revenus nets sur commissions	3 188	3 808	19,4 %	620
6	Revenus sur opérations de change	103	288	179,6 %	185
7	Autres revenus nets	780	169	-78,3 %	-611
8	Revenus hors intérêts	4 071	4 265	4,8 %	194
9	Produit bancaire	10 693	9 918	-7,2 %	-775
10	Frais de personnel	2 491	2 669	7,1 %	178
11	Frais d'exploitation	1 747	1 937	10,9 %	190
12	Frais de personnel et d'exploitation	4 238	4 606	8,7 %	368
13	Amortissements sur immobilisé non financier	279	281	0,7 %	2
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	6 176	5 031	-18,5 %	-1 145
15	Constitution nette de provisions	256	21	-91,8 %	-235
16	Dépréciations nettes	2 432	555	-77,2 %	-1 877
17	Résultats divers	13	92	592,5 %	79
18	Résultats avant impôts	3 501	4 547	29,9 %	1 046
19	Impôts sur revenu et le bénéfice	875	638	-27,1 %	-237
20	Résultat net	2 626	3 909	48,9 %	1 283

Source : BCL

Contrairement à la marge sur intérêts, les revenus nets sur commissions ont nettement augmenté entre 2009 et 2010 et convergent dès lors vers les niveaux atteints en 2008. Cette augmentation s'explique essentiellement par le développement des valeurs boursières. Ces dernières influent sur le volume des actifs sous gestion, dont l'assiette sert de base au calcul des frais de gestion. L'évolution des valeurs boursières génère également une modification du volume des investissements de la clientèle privée. Au total, sous l'impulsion notamment de la reprise des marchés financiers, les revenus nets sur commissions du secteur bancaire se sont accrus de 19,4 % entre 2009 et 2010.

L'impact de la crise financière et le recul des primes de risque demandées par les investisseurs ont fait augmenter les valeurs de marché des titres en question, ce qui a partiellement contrebalancé les réductions de valeur des titres souverains. En 2009, la hausse des marchés financiers a généré des gains sur titres particulièrement élevés. En conséquence, les autres revenus nets affichent, pour l'année 2010, un excédent de 169 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 611 millions d'euros, soit 78,3 % par rapport à 2009. Notons toutefois que ce résultat est favorable en comparaison des données du 30 juin 2010, lorsque les banques affichaient des moins-values de 176 millions d'euros après 316 millions d'euros le trimestre précédent. Toutefois, les autres revenus restent caractérisés par une volatilité élevée et leur évolution parmi les banques est hétérogène.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 7,2 % en comparaison annuelle et s'élève à 9 918 millions d'euros pour l'année 2010.

Tableau 1.10 : Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit^{1) 2)}

Résultat des établissements de crédit, y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en pourcent du produit bancaire ; en fin de période)

Rubrique des débits et des crédits	2008	2009	2010
I Composantes du produit bancaire			
Marge sur intérêts	69,0	61,9	57,0
Revenus nets sur commissions	35,2	29,8	38,4
Revenus sur opérations de change	3,6	1,0	2,9
Autres revenus nets	-7,7	7,3	1,7
II Affectations du produit bancaire			
Frais de personnel et d'exploitation	42,2	39,6	46,4
Constitution nette de provisions	-1,0	2,4	0,2
Dépréciations nettes	52,3	22,7	5,6
Impôts sur revenu et le bénéfice	2,5	8,2	6,4
Résultat net	1,6	24,6	39,4

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

2) Données provisoires pour 2010

Source : BCL

Coûts

En ce qui concerne les frais de personnel et d'exploitation, on note une augmentation de 8,7% qui se décompose en une hausse des frais de personnel de 7,1% et des frais d'exploitation de 10,9%. La hausse des frais de personnel et d'exploitation, conjuguée à la baisse du produit bancaire, implique que les frais de personnel et d'exploitation représentent désormais 46,4% du produit bancaire, contre 39,6% en 2009.

En ce qui concerne les constitutions nettes de provisions et les dépréciations, des diminutions très marquées sont survenues en 2010. Elles s'expliquent, entre autres, par l'amélioration des conditions sur les marchés ainsi que par le fait que la qualité des créances détenues par les établissements de crédit s'est nettement améliorée en 2010. Ainsi, les constitutions nettes de provisions sont en baisse de 91,8% alors que les dépréciations, quant à elles, sont en baisse de 77,2%.

Dans ce contexte, le résultat net dégagé en 2010 est en hausse de 48,9%, pour s'élever à 3 909 millions d'euros contre 2 626 millions d'euros en 2009.

Premier trimestre 2011

Les chiffres encore provisoires se rapportant au premier trimestre de l'année 2011 confirment les données relatives à l'année 2010.

A la fin du premier trimestre de l'année en cours la marge sur intérêts s'est élevée à 1 453 millions d'euros, soit une baisse de 1,1% par rapport à fin mars 2010. Ainsi, le rythme de baisse de la marge sur intérêts, en variation annuelle, s'est nettement ralenti par rapport aux trimestres précédents.

Les résultats hors intérêts affichent une hausse de 6,2% par rapport au premier trimestre de l'année 2010. Cette progression s'explique notamment par la bonne performance du résultat net sur commissions (en hausse de 19,8%), qui se chiffre à 1 103 millions d'euros pour le premier trimestre de l'année 2011.

Les frais de personnel et d'exploitation, quant à eux, ont augmenté de 4,6% pour s'élever à 1 211 millions d'euros. Il convient de noter que cette hausse s'explique essentiellement par les frais d'exploitation, les frais de personnel étant pour leur part comparables aux frais de fin de mars 2010 (+0,7%).

Ainsi, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts est resté quasiment stable (+ 0,7%) entre fin mars 2010 et 2011 et s'élève à 1 609 millions d'euros.

Tableau 1.11 : Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
Résultat des établissements de crédit, y compris des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR ; données brutes en fin de période)

	Rubrique des profits et pertes	mars 2010	mars 2011	Variations en pourcent	Variations en termes bruts
1	Produits d'intérêts	5 144	5 050	-1,8 %	-94
2	Revenus de valeurs mobilières	143	118	-17,5 %	-25
3	Intérêts bonifiés	3 818	3 715	-2,7 %	-103
4	Marge sur intérêts	1 469	1 453	-1,1 %	-16
5	Revenus nets sur commissions	921	1 103	19,8 %	182
6	Revenus sur opérations de change	118	46	-61,0 %	-72
7	Autres revenus nets	316	290	-8,2 %	-26
8	Revenus hors intérêts	1 355	1 439	6,2 %	84
9	Produit bancaire	2 824	2 892	2,4 %	68
10	Frais de personnel	705	710	0,7 %	5
11	Frais d'exploitation	453	501	10,6 %	48
12	Frais de personnel et d'exploitation	1 158	1 211	4,6 %	53
13	Amortissements sur immobilisé non financier	68	72	5,9 %	4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	1 598	1 609	0,7 %	11

Source : BCL

Les taux d'intérêt des banques

Le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable s'est replié de 15 points de base entre le 31 décembre 2009 (2,03 %) et le 31 décembre 2010 (1,88 %). Au cours du premier trimestre de l'année 2011, le coût des crédits immobiliers est passé de 1,87 % en janvier à 1,91 % en mars, soit une hausse de 4 points de base. L'observation de février 2011 (1,81 %) est la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique en janvier 2003.

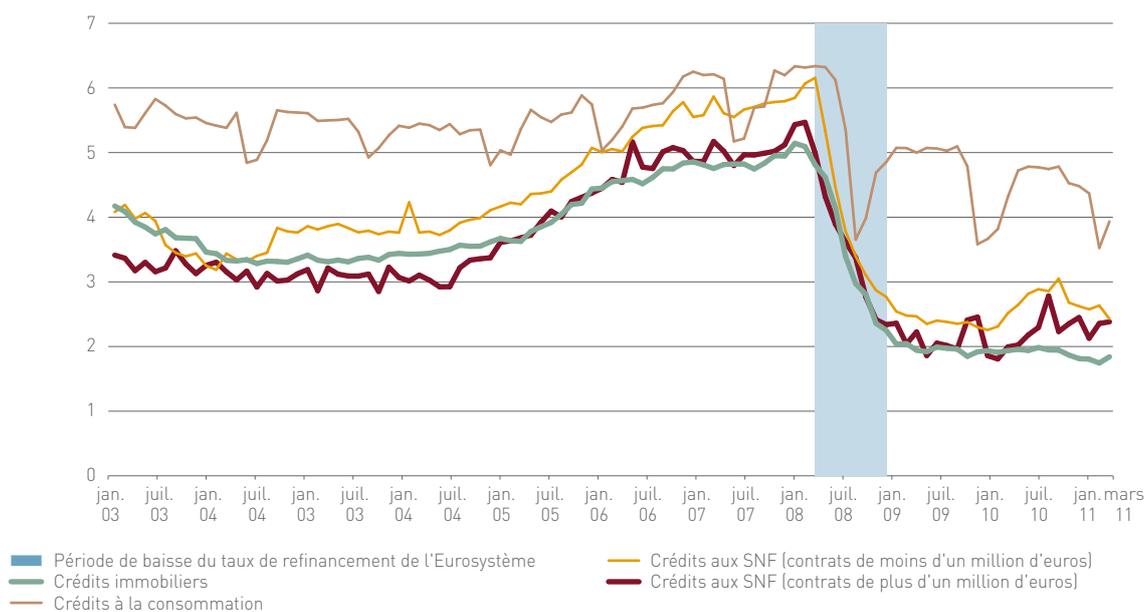
En mars 2011, le coût d'un crédit immobilier dont le taux d'intérêt est fixé pour dix ans était de 3,24 %, alors qu'il s'élevait à 3,05 % en décembre 2010.

Suite à une baisse du coût des crédits à la consommation au début de l'année 2010, ces derniers ont enregistré une hausse avant de se stabiliser autour d'un taux de 4,8 % au cours de la seconde moitié de l'année 2010. Ce taux enregistre une nouvelle baisse au début de l'année 2011, sous l'influence du festival de l'automobile à Luxembourg. Entre décembre 2009 et décembre 2010, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans a diminué de 61 points de base, passant de 5,17 % à 4,56 %. Entre décembre 2010 et mars 2011, ce dernier a diminué de 55 points de base, passant à 4,01 %.

En ce qui concerne le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, il était en hausse de 30 points de base entre décembre 2009 (4,76 %) et décembre 2010 (5,06 %). Le coût en question a cependant diminué de 65 points de base entre décembre 2010 et mars 2011 (4,41 %).

La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a vu son coût diminuer de 6 points de base entre décembre 2010 (2,26 %) et mars 2011 (2,20 %). Au cours de l'année 2010, entre décembre 2009 (1,76 %) et décembre 2010, une hausse de 50 points de base a été observée. Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers et comportent donc un risque de défaut plus important. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, les autres crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

Graphique 1.14 : Évolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro sur la période allant de janvier 2003 à mars 2011 (en %)



Les crédits aux sociétés non financières, pour des nouveaux contrats d'un montant inférieur à un million d'euros, ont vu leur coût augmenter de 27 points de base entre décembre 2009 (2,42%) et décembre 2010 (2,69%), puis baisser de 19 points de base entre décembre 2010 et mars 2011 (2,50%). Pour sa part, le coût des crédits correspondant aux nouveaux contrats d'un montant supérieur à un million d'euros a augmenté de 49 points de base en 2010, puis diminué de 7 points de base entre janvier et mars 2011, passant de 2,52% en décembre 2010 à 2,45% en mars 2011.

En ce qui concerne les volumes des nouveaux contrats, ces derniers ont atteint en mars 2011 les montants respectifs de 1 646 millions d'euros pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros et de 8 952 millions d'euros pour les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros au cours de mars 2011.

La rémunération des dépôts des ménages, pour les nouveaux contrats de maturité inférieure à un an, a été de 0,82% en mars 2011. Ce taux a enregistré une hausse de 32 points de base par rapport à décembre 2009 (0,50%).

Le constat est similaire en ce qui concerne le taux des dépôts à terme d'échéance inférieure à un an des sociétés non financières. La rémunération de ces derniers a enregistré une hausse de 34 points de base entre décembre 2009 (0,40%) et mars 2011 (0,74%).

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande.

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères d'octroi (une hausse de la demande) et la part de celles ayant signalé un assouplissement (une baisse). A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

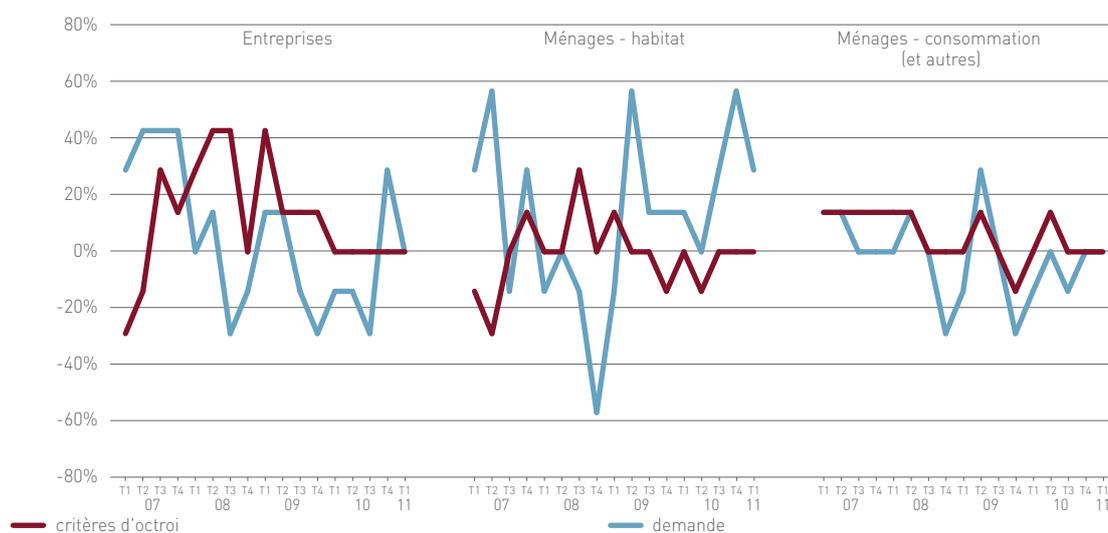
La plus récente enquête couvre le premier trimestre 2011. Généralement, les résultats luxembourgeois relatifs à l'évolution des critères d'octroi des crédits sont plus favorables que ceux de la zone euro dans son ensemble. Les résultats relatifs à la demande sont en moyenne plus ou moins en ligne dans les deux échantillons. L'enquête comprend, depuis le troisième trimestre 2007, également des questions supplémentaires sur l'accès au financement du marché.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, le graphique représente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs au Luxembourg.

Entreprises : Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises sont restés inchangés en 2010 ainsi qu'au premier trimestre 2011. Dans la zone euro, les pourcentages nets se sont généralement inscrits à des niveaux très bas, malgré un rebond à plus de 10 % au deuxième trimestre 2010. Force est de constater que les critères d'attribution n'ont pas été assouplis depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, ni au Luxembourg ni dans la zone euro dans son ensemble. La politique de crédit des banques demeure restrictive dans la mesure où les durcissements cumulés enregistrés depuis le deuxième trimestre 2007 n'ont pas encore été neutralisés, voire même inversés.

Les banques ont également signalé plusieurs hausses successives de leurs marges sur les prêts plus risqués.

Graphique 1.15 : Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg (pourcentages nets)



Source : BCL

Pour ce qui est de la demande, les évolutions récentes sont plutôt favorables, notamment pour ce qui est de l'échantillon agrégé. Une forte tendance haussière des pourcentages nets est discernable dans la zone euro, de sorte que la demande nette s'est rapprochée de son sommet historique au premier trimestre de l'année en cours. Ces développements sont largement attribuables à un besoin de financement accru des entreprises, qui découle de la restructuration de dettes et de la gestion de stocks et des fonds de roulement. Au Luxembourg, la demande nette a rebondi au quatrième trimestre 2010, pour ensuite retomber à zéro lors de la plus récente enquête. Un besoin de financement accru des entreprises lié à la gestion des stocks et des fonds de roulement a exercé un effet positif sur la demande au cours de la majeure partie de la période sous revue.

Ménages (habitat) : En ce qui concerne l'évolution des crédits à l'habitat accordés aux ménages, les critères d'octroi au Luxembourg se sont en moyenne très légèrement assouplis, une banque ayant signalé un assouplissement de ses critères d'attribution au deuxième trimestre 2010, alors que les pourcentages nets se sont établis à zéro lors des autres enquêtes. Dans la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets se sont inscrits aux environs de 10 % durant l'essentiel de la période sous revue, à l'exception d'un recul prononcé (à 1 %) mais éphémère au troisième trimestre 2010.

Le durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers dans la zone euro s'est surtout traduit sur la marge perçue sur les prêts risqués.

La demande nette fut en moyenne positive au Luxembourg, notamment au dernier trimestre 2010 quand quatre banques ont rapporté une hausse de la demande. Les résultats agrégés de la zone euro sont plus volatils mais vont généralement dans le sens d'un rebond de la demande. Ces développements respectifs sont, dans une large mesure, liés à l'évolution des perspectives sur le marché du logement.

Ménages (consommation et autres): Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) au Luxembourg se sont en moyenne très légèrement durcis. Au niveau de la zone euro, les critères d'attribution se sont globalement durcis, même si au troisième trimestre 2010 les résultats allaient dans le sens d'un assouplissement imminent.

La demande nette a en moyenne très légèrement reculé au Luxembourg; dans l'échantillon agrégé, la demande nette fut négative durant la majeure partie de la période sous revue.

Questions supplémentaires: Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un certain nombre de questions supplémentaires, qui ont toutefois été ajustées à plusieurs reprises. Une des questions supplémentaires récurrentes a trait à l'accès au financement des banques. Les résultats indiquent que les banques luxembourgeoises ont surtout eu recours au marché monétaire pour se refinancer et que les conditions d'accès se sont améliorées au cours des cinq trimestres sous revue, bien que légèrement. Les résultats de la zone euro sont relativement hétérogènes.

Encadré 1.2:

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits au Luxembourg, publié en mars 2011 (voir Bulletin 2011/01). Alors que les publications antérieures couvraient les crédits aux ménages et aux entreprises uniquement, le présent encadré passe en revue l'ensemble des développements relatifs aux crédits octroyés au secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM), avant et notamment depuis la crise financière.

Les sources exploitées ci-dessous ainsi que dans le cadre des publications antérieures comprennent les données bilantaires (données BSI) des IFM, la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre aussi les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises. Les résultats BLS les plus récents datent du premier trimestre 2011. Pour ce qui est des collectes BSI et MIR, les plus récentes données disponibles datent de mars 2011. Plusieurs ajustements statistiques des données bilantaires ont été effectués. Les séries ne sont toutefois pas ajustées pour les effets saisonniers.

Le secteur privé¹ se compose des ménages, des sociétés non-financières (SNF) ou entreprises, des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les prêts aux ménages sont également ventilés selon le type de crédit (crédits immobiliers, crédits à la consommation et autres crédits). Légèrement plus de la moitié des prêts octroyés par les IFM au Luxembourg à des contreparties du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents. Ainsi, dans le Graphique 1, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés par les IFM implantées au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro à des contreparties de la zone euro.

Certaines parallèles sont discernables entre les deux séries qui retracent les progressions annuelles respectives. Les tendances sous-jacentes sont similaires, notamment depuis l'intensification des turbulences financières au quatrième trimestre 2008, quand les taux de croissance se sont fortement repliés. Le graphique fait également ressortir un redressement progressif des deux séries au

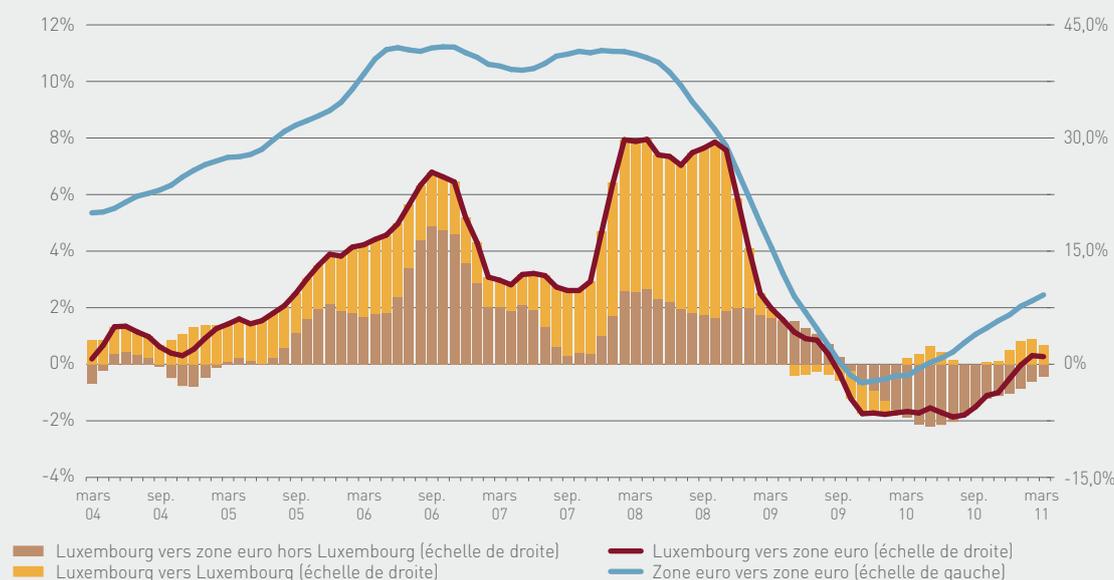
¹ Dans le présent encadré, « secteur privé » signifie « secteur privé hors IFM ». L'interbancaire est exclu de l'analyse, entre autres en raison de sa volatilité.

cours de l'année passée. Il va de soi que la série luxembourgeoise est plus volatile que celle de la zone euro. Cette volatilité découle du fait que certaines IFM résidentes ont un poids important dans l'échantillon, ce qui explique également la chute du taux de croissance annuel vers la fin de 2006. Si les deux séries affichent des tendances sous-jacentes analogues, la progression annuelle des crédits octroyés par les IFM au Luxembourg est en moyenne nettement supérieure à celle des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro.

Le graphique montre aussi que le repli de la progression annuelle des crédits octroyés par les

IFM au Luxembourg fin 2008 fut d'abord attribuable à une forte baisse de la contribution des prêts octroyés aux contreparties résidentes. Le récent redressement du taux de croissance annuel découle lui aussi largement des crédits octroyés à des contreparties résidentes. Néanmoins, si les tendances sous-jacentes actuelles persistent, la croissance du crédit devrait se poursuivre sous le double effet d'un rebond des crédits octroyés aux résidents et aux non-résidents. Le reste de l'encadré se limitera pourtant aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

Graphique 1 : Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



Sources : BCL, BCE

En mars 2011, pratiquement la moitié des encours de crédits octroyés aux résidents étaient destinés aux AIF, largement composés de fonds d'investissement. Environ un tiers des crédits étaient octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours étaient destinés aux entreprises. La part des crédits aux SAFF fut peu élevée. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement. Par exemple, l'évolution des crédits immobiliers est relativement stable par rapport aux prêts octroyés aux AIF. Les prêts immobiliers sont davantage liés au revenu disponible des ménages et aux perspectives sur le marché du logement. Par contre, les prêts aux AIF font preuve d'une volatilité accrue, dans la mesure où ces crédits sont utilisés dans le cadre de la gestion de liquidités.

Le Graphique 2 établit clairement que la dynamique des crédits destinés aux contreparties résidentes est étroitement liée au secteur des AIF.

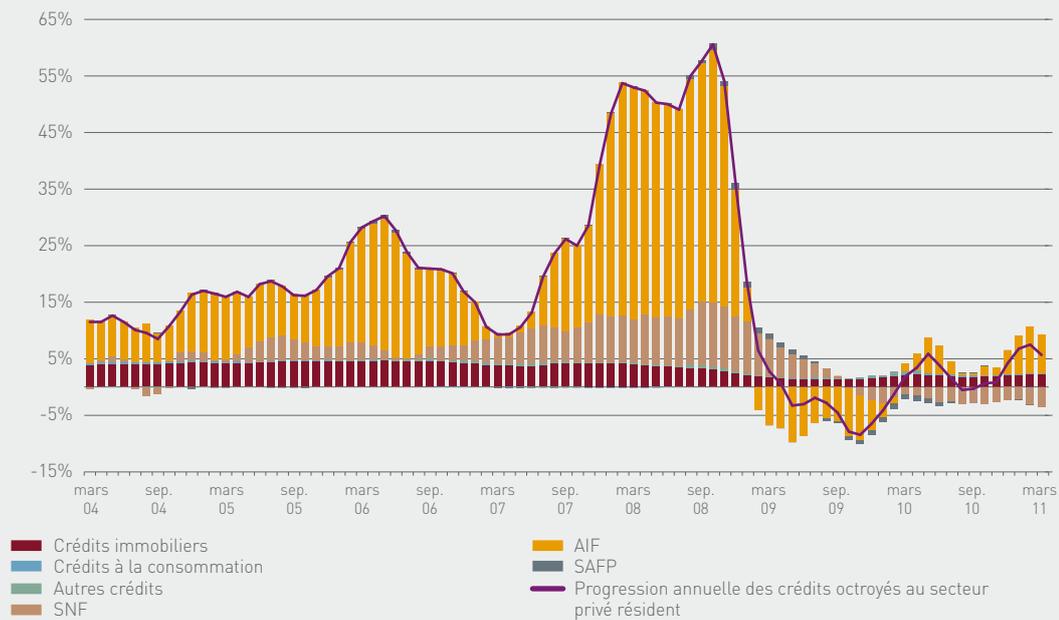
Ainsi, la décélération marquée du taux de croissance annuel à partir du dernier trimestre 2008 découle avant tout d'un recul considérable de la contribution des prêts aux AIF. En l'espace de quelques mois seulement, la progression annuelle des crédits destinés au secteur privé résident est devenue négative, après avoir excédé les 60% en septembre 2008. La contribution des crédits aux entreprises a également fléchi de manière continue, pour devenir négative environ un an plus tard. Si les crédits immobiliers ont fait preuve d'une certaine stabilité, une modération de la dynamique de ces crédits est discernable peu après l'émergence des tensions financières en 2007. Cependant, la

dynamique des crédits immobiliers s'était déjà modérée avant la crise. Un autre constat important est que le récent redressement de la progression annuelle des crédits octroyés aux résidents découle surtout d'une reprise des crédits aux AIF.

Malgré l'importance des crédits octroyés aux AIF, une analyse détaillée de ce secteur dépasse la portée de cet encadré. Maintes informations dis-

ponibles pour les secteurs des ménages et des entreprises ne couvrent d'ailleurs pas les AIF. Les variables explicatives sous-jacentes ne sont de surcroît pas aisément identifiables, même suite à un travail analytique approfondi. Néanmoins, la chute quasi immédiate des crédits octroyés aux AIF suite à la faillite de Lehman Brothers s'explique sans doute par le fait que ces crédits sont utilisés dans le cadre de la gestion de liquidités des fonds.

Graphique 2 : Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage ; moyennes mobiles sur trois mois)



Graphique 3 : Les crédits immobiliers octroyés aux résidents du Luxembourg (en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Le Graphique 3 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks² (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après avoir repris de la vigueur courant 2009, les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser tout au long de l'année passée ainsi qu'en 2011. Leur progression fut particulièrement forte au quatrième trimestre 2010. Les variations de stocks se sont quant à elles fortement accrues au dernier trimestre 2010, avant de se tasser à un niveau moins élevé au premier trimestre 2011.

Les données MIR indiquent que les volumes de nouveaux crédits immobiliers accordés se sont établis à 3 286 millions d'euros en 2010 (et à 676 millions d'euros au premier trimestre 2011). En guise de comparaison, en 2008 et en 2009 les crédits nouvellement accordés se sont respectivement établis à 2 893 millions et à 3 895 millions d'euros. Il convient de rappeler que certaines différences

méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI³.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi des crédits immobiliers n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières, alors que la demande nette s'inscrit pratiquement en hausse continue depuis son rebond en 2009.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, ils se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. Si la progression annuelle de ces crédits a poursuivi une tendance à la hausse depuis début 2008, cette tendance s'est inversée depuis avril 2010. Du côté des données MIR, quelque 750 millions d'euros ont été accordés au total en 2010 (229 millions d'euros au premier trimestre 2011), par rapport à respectivement 564 millions et 768 millions en 2008 et en 2009. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que globalement, ni les critères d'octroi, ni la demande nette n'ont changé considérablement lors de la crise financière.

Le Graphique 4 retrace l'évolution des crédits octroyés aux entreprises.

Graphique 4 : Les crédits octroyés aux entreprises du Luxembourg
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

² Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

³ Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte MIR comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

Le taux de croissance annuel demeure négatif et a généralement continué à se détériorer depuis l'intensification des turbulences financières, malgré l'un ou l'autre rebond de la série qui s'est avéré éphémère. Une certaine reprise est discernable en ce qui concerne les variations mensuelles des encours, qui demeurent toutefois peu élevées ou négatives.

S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte MIR, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros avaient perdu de la vigueur au cours de l'année 2009 mais, à partir de mai 2010, se sont inscrits à des niveaux qui dépassent parfois considérablement ceux des années précédentes. Par contre, les gros volumes continuent à s'inscrire à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Si les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux SNF se sont durcis au cours de la crise financière, les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères inchangés depuis 2010. Il convient de rappeler que

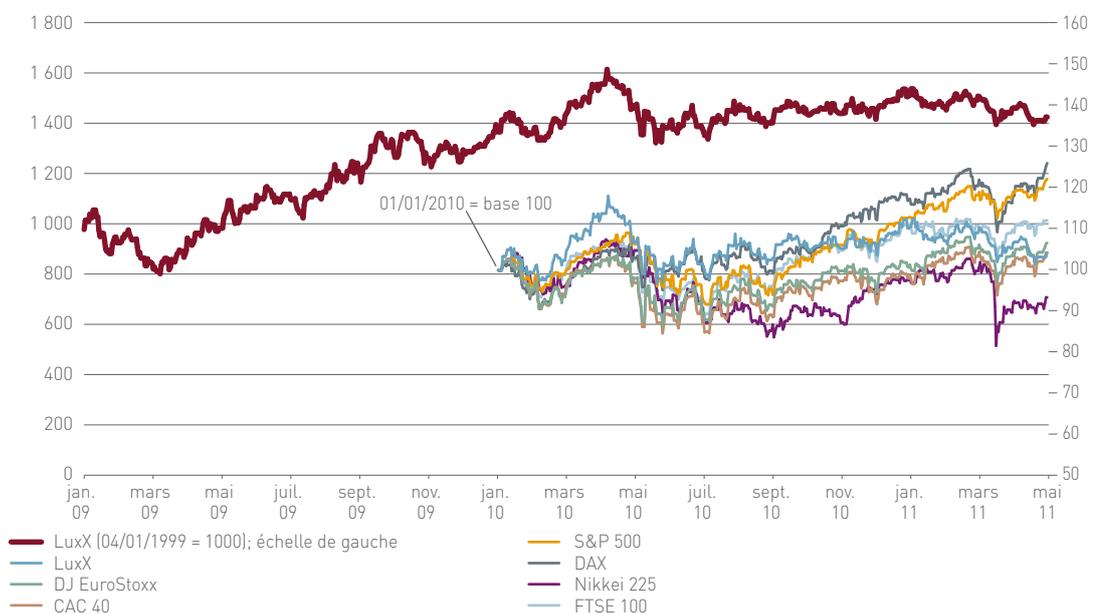
l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé. La demande nette, qui s'était repliée au cours de la période de crise, a brièvement rebondi au quatrième trimestre 2010 mais est à nouveau restée inchangée au premier trimestre 2011. Les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

On peut donc conclure que le repli des crédits octroyés au secteur privé résident découle en premier lieu du recul des crédits octroyés aux AIF, qui à son tour est lié à l'activité de gestion de fonds. Le récent redressement du volume de crédits au secteur privé découle d'une reprise des crédits octroyés aux AIF. Quant aux crédits octroyés aux ménages, nettement moins touchés par la crise financière que les AIF, l'ensemble des informations disponibles va dans le sens d'une accélération continue de la dynamique des crédits immobiliers. En même temps, l'évolution des crédits aux entreprises continue à se détériorer.

L'activité boursière au Luxembourg

Entre fin 2009 et fin 2010, l'indice LuxX a progressé de 12 %, passant de 1 372 à 1 542. Ensuite, l'indice luxembourgeois a légèrement reculé pour s'inscrire à 1 430 au 29 avril 2011 et à 1 424 le 31 mai 2011. Globalement, l'indice a évolué dans une fourchette relativement étroite pour la majeure partie de la période sous revue. A noter qu'avec effet au 1^{er} mars 2011 la société Aperam fut incluse dans la composition du panier servant de base au calcul de l'indice LuxX, suite à la scission opérée entre ArcelorMittal et sa branche d'aciers inoxydables, électriques et spéciaux.

Graphique 1.16 : L'évolution du LuxX et des indices boursiers étrangers
(Indice : 01/01/2010 = 100 sauf indication contraire ; données quotidiennes)



Source : Bloomberg

Le prix des actions ArcelorMittal, qui interviennent avec un poids de 20 % dans le calcul de l'indice, a reculé de 19 % en 2010. Depuis leur cotation en bourse, la valeur des actions Aperam s'est légèrement repliée. Ces mouvements ont toutefois été contrebalancés par une hausse de la valeur des autres principales composantes. En effet, la valeur des actions SES (qui interviennent aussi avec un poids de 20 %) a progressé de 18 %, alors que le prix des actions Reinet Investments a augmenté de 8 %. La valeur des actions RTL s'est quant à elle accrue de 47 %. Toutes les autres composantes du LuxX ont progressé entre fin 2009 et le 30 avril 2011, à l'exception de KBC Group et Dexia, qui ont perdu 11 % et 37 % respectivement.

Fin 2010, la Bourse de Luxembourg comptait 44 916 valeurs cotées, par rapport à 45 660 cotations en 2009. Au premier trimestre 2011, le nombre de valeurs cotées a reculé davantage, pour passer à 44 387. La ventilation du nombre de valeurs cotées indique que les parts des différentes composantes sont restées relativement stables. Ainsi, en mars 2011, la part du nombre d'obligations s'est inscrite à 67 % et celle des OPC à 15 %. La part des warrants s'est légèrement accrue, pour s'établir à 18 %, alors que celle des actions est restée inférieure à 1 %.

Le volume des transactions s'est replié, passant de 272 millions d'euros en 2009 à 219 millions en 2010. Cette chute est largement attribuable à une forte baisse du volume d'échange en actions. Au premier trimestre 2011, le volume de l'ensemble des transactions s'est élevé à 48 millions d'euros contre 78 millions au premier trimestre 2010.

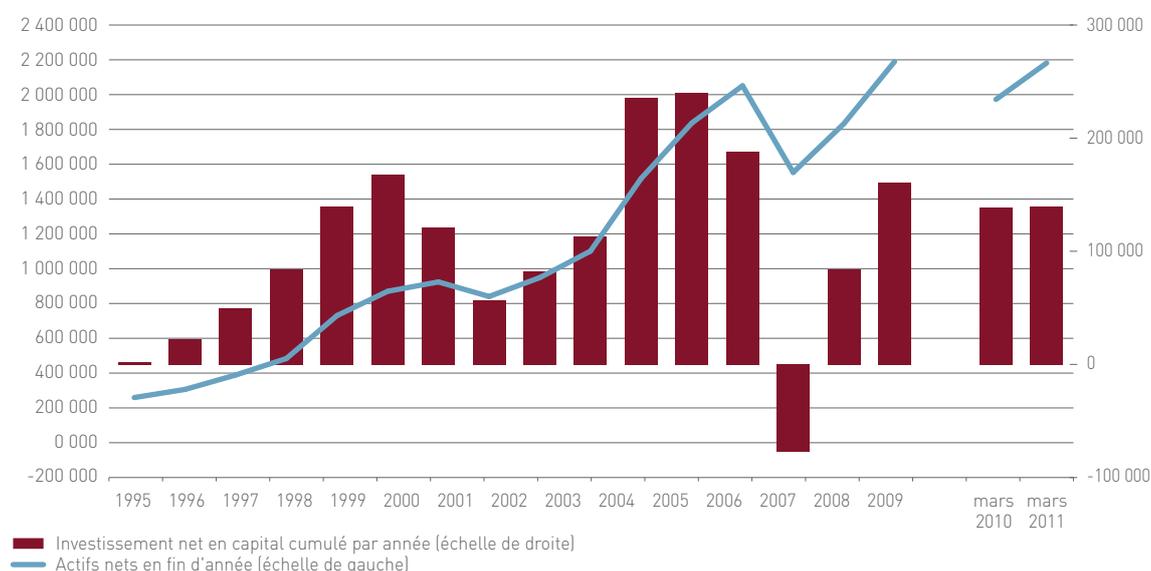
Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

L'analyse de l'évolution du nombre d'organismes de placement collectif inscrits au Luxembourg au cours de l'année 2010 révèle une nette tendance à la hausse, qui contraste avec les évolutions en demi-teinte enregistrées en 2009, où le nombre d'OPC n'avait que légèrement progressé (91 unités supplémentaires), tandis que le nombre de compartiments s'était replié de 93 unités. En effet, en 2010, 204 OPC supplémentaires ont été inscrits sur la liste officielle. Leur nombre total est ainsi passé de 3 463 en décembre 2009 à 3 667 à la fin de l'année 2010. Quant au nombre de compartiments, il a affiché une croissance vigoureuse, puisqu'il s'est accru de 705 unités, pour s'élever à 12 937 fin 2010. Il convient encore de relever qu'au cours du premier trimestre de 2011, cette tendance à la hausse s'est confirmée. Le nombre d'OPC a augmenté de 57 unités, tandis que le nombre de compartiments a progressé de 120 unités par rapport à la fin du mois de décembre 2010.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Graphique 1.17 : Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital (en millions d'euros)



Source : CSSF

L'évolution globalement positive des marchés financiers au cours de l'année 2010, doublée du retour de la confiance des investisseurs, s'est répercutée sur la performance de l'industrie des fonds. La valeur nette d'inventaire (VNI) s'est appréciée de plus de 19% par rapport au niveau observé à la fin de l'année 2009. A la fin du quatrième trimestre 2010, elle s'élevait à 2 198 994 millions d'euros, contre 1 840 993 millions à la fin du mois de décembre 2009.

Tableau 1.12: Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation 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	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009									
jan.	3 398	12 278	1 571 534	3 458	8 423	-379 607	-19,5	11 881	0,8
fév.	3 402	12 255	1 530 291	-4 375	-36 868	-432 554	-22,0	-41 243	-2,6
mars	3 396	12 200	1 526 563	-226	-3 502	-368 882	-19,5	-3 728	-0,2
avril	3 415	12 177	1 592 932	7 005	59 364	-371 144	-18,9	66 369	4,3
mai	3 425	12 172	1 619 269	8 080	18 257	-377 690	-18,9	26 337	1,7
juin	3 435	12 172	1 631 256	4 272	7 715	-270 836	-14,2	11 987	0,7
juil.	3 438	12 164	1 706 030	22 448	52 326	-190 327	-10,0	74 774	4,6
août	3 449	12 198	1 739 417	16 128	17 259	-178 576	-9,3	33 387	2,0
sep.	3 457	12 207	1 773 834	10 467	23 950	-22 862	-1,3	34 417	2,0
oct.	3 454	12 247	1 777 528	13 645	-9 951	130 500	7,9	3 694	0,2
nov.	3 473	12 251	1 788 910	2 111	9 271	184 673	11,5	11 382	0,6
déc.	3 463	12 232	1 840 993	1 356	50 727	281 340	18,0	52 083	2,9
2010									
jan.	3 480	12 316	1 860 688	21 474	-1 779	289 154	18,4	19 695	1,1
fév.	3 498	12 425	1 897 934	12 688	24 558	367 643	24,0	37 246	2,0
mars	3 516	12 513	1 980 538	19 848	62 756	453 975	29,7	82 604	4,4
avril	3 521	12 552	2 012 887	13 803	18 546	419 955	26,4	32 349	1,6
mai	3 542	12 612	1 992 413	-14 858	-5 616	373 144	23,0	-20 474	-1,0
juin	3 550	12 628	2 010 637	18 784	-560	379 381	23,3	18 224	0,9
juil.	3 582	12 685	2 019 223	8 907	-321	313 193	18,4	8 586	0,4
août	3 614	12 718	2 068 990	31 383	18 384	329 573	18,9	49 767	2,5
sep.	3 633	12 755	2 083 740	9 589	5 161	309 906	17,5	14 750	0,7
oct.	3 645	12 814	2 107 575	15 457	8 378	330 047	18,6	23 835	1,1
nov.	3 656	12 877	2 160 872	16 263	37 034	371 962	20,8	53 297	2,5
déc.	3 667	12 937	2 198 994	8 230	29 892	358 001	19,4	38 122	1,8
2011									
jan.	3 684	12 979	2 184 027	14 212	-29 179	323 339	17,4	-14 967	-0,7
fév.	3 705	13 030	2 208 198	15 623	8 548	310 264	16,3	24 171	1,1
mars	3 724	13 057	2 190 896	2 515	-19 817	210 358	10,6	-17 302	-0,8

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

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2009 et 2010.

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

Source : CSSF

Tant le mécanisme de valorisation que les investissements nets en capital ont joué un rôle dans la progression de la valeur nette d'inventaire. En effet, les conditions de marché ont contribué à la progression de la VNI à hauteur de 55 %, tandis que les 45 % restants s'expliquent par la hausse du volume net des investissements. Cette situation s'inscrit dans la continuité de l'embellie observée à partir du second trimestre de 2009 (voir le graphique ci-dessus).

Il convient de rappeler que durant la crise, le niveau le plus bas de la valeur nette d'inventaire des OPC a été enregistré en mars 2009. Depuis lors, le retour de l'optimisme a engendré une nette augmentation des investissements nets en capital, qui s'élevaient à 161 568 millions d'euros pour l'année 2010. Au premier trimestre de 2011, en raison de conditions de marché défavorables en janvier et mars, la VNI a légèrement diminué par rapport à décembre 2010, pour atteindre 2 190 896 millions d'euros à la fin du mois de mars. Mais les investissements nets en capitaux sont restés positifs, atteignant 32 350 millions d'euros au cours de la même période.

Les OPC monétaires

Au 31 décembre 2010, 462 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés auprès de la CSSF, par rapport aux 479 compartiments monétaires enregistrés au 31 décembre 2009. Notons encore que le nombre des OPC monétaires a encore décliné au début de 2011, puisque la place comptait 440 fonds de ce type à la fin du mois de mars.

En 2010, parallèlement à la croissance des marchés financiers, les OPC monétaires ont continué à perdre leur attrait aux yeux des investisseurs. En effet, depuis avril 2009, les principaux indices boursiers sont plutôt orientés à la hausse et les investisseurs se sont tournés vers les OPC ayant une politique d'investissement plus active en termes d'instruments financiers, au détriment des OPC monétaires dont les rendements sont réputés plus limités. Au 31 décembre 2010, la somme de bilan des OPC monétaires s'élevait à 284 554 millions d'euros, contre 319 372 millions au 31 décembre 2009. Par conséquent, au cours de l'année 2010, le recul s'est élevé à près de 11 %. Cette tendance à la baisse s'est prolongée au début de 2011. À la fin du premier trimestre, le montant des parts a encore reculé de 3 012 millions d'euros par rapport à décembre, soit de 1,0 %.

Encadré 1.3:

L'ANALYSE DES COMPTES FINANCIERS LUXEMBOURGEOIS POUR LE SECTEUR DES MÉNAGES¹

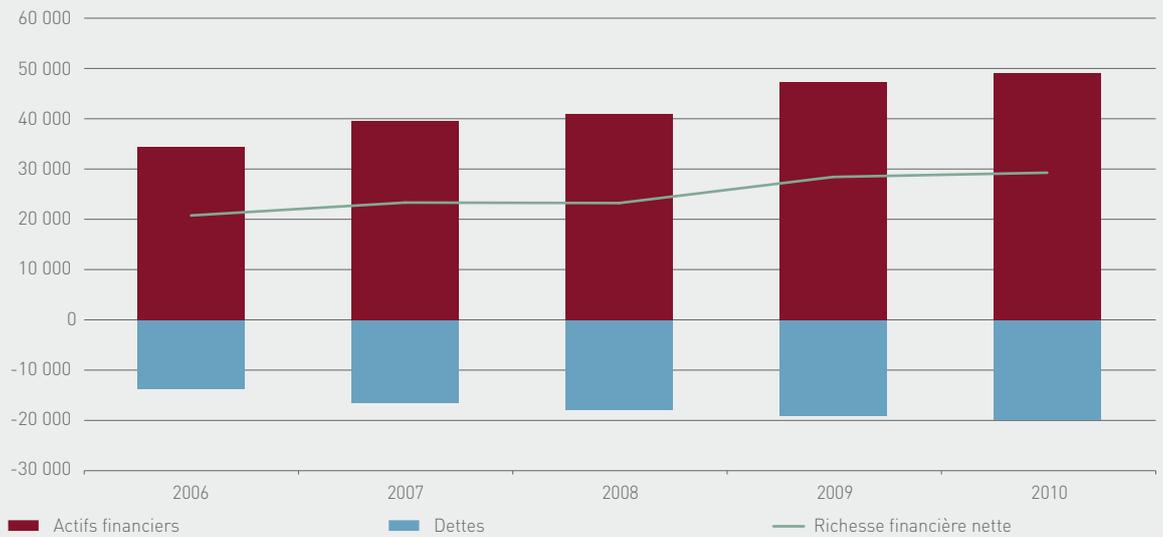
La publication récente des comptes financiers par le STATEC offre des perspectives intéressantes d'un point de vue analytique, à travers la mise à disposition d'informations relatives au bilan des différents secteurs institutionnels de l'économie luxembourgeoise. L'objectif de cet encadré est de fournir une première exploitation de ces données pour le secteur des ménages et des entreprises à but non lucratif sur la période allant du premier trimestre 2006 au quatrième trimestre de 2010. Cet exercice s'attache à mettre en évidence, dans le cadre d'une comparaison avec les autres pays de la zone euro, certaines spécificités du point de vue du niveau, de la structure et de l'évolution des principaux postes de l'actif et du passif des ménages luxembourgeois.

La richesse financière et la composition du portefeuille d'actifs financiers des ménages luxembourgeois

En termes d'encours, la richesse financière brute totale des ménages luxembourgeois s'établissait à près de 51,1 milliards d'euros à la fin de l'année 2010. Au cours de la période allant du premier trimestre 2006 au quatrième trimestre de 2010, le patrimoine financier des ménages luxembourgeois a augmenté de plus de 50 %, soit d'environ 17,6 milliards d'euros. Cette hausse est non seulement attribuable à une revalorisation favorable des actifs financiers (+7,7 milliards d'euros), mais également au dynamisme de l'acquisition nette d'actifs financiers par les ménages luxembourgeois (+9,9 milliards d'euros). Dans le même temps la dette des ménages a progressé de 59 % pour s'établir à 20,9 milliards d'euros. La richesse financière nette totale, à savoir la différence entre l'encours des actifs financiers et l'encours de dettes, est dès lors revenue à 30,2 milliards d'euros en fin de période.

¹ Analyse établie sur la base des données disponibles le 6 mai 2011.

Graphique 1 : Richesse financière nette des ménages luxembourgeois (millions d'euros)



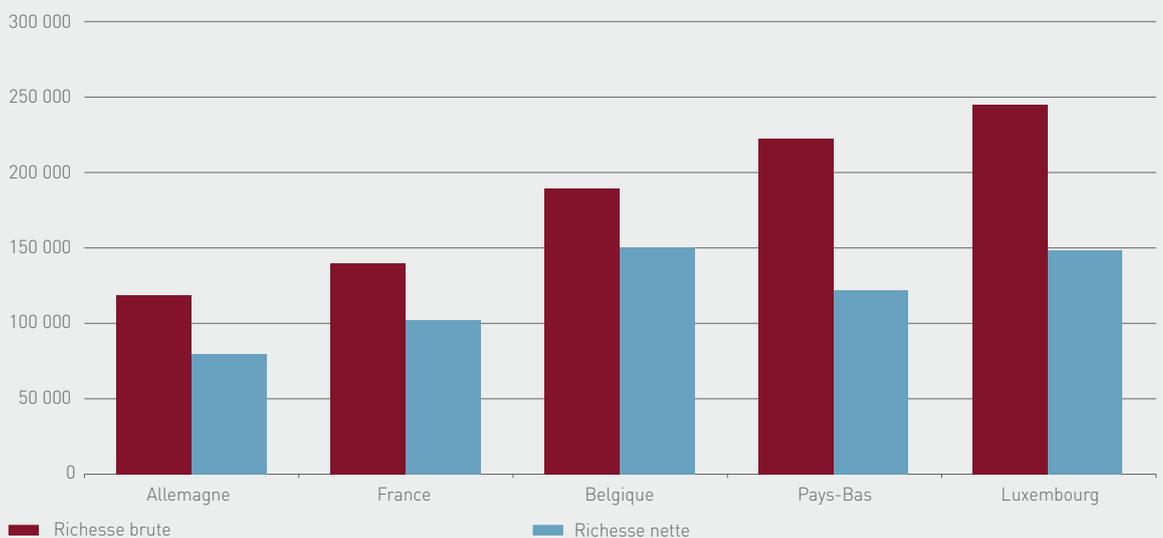
Source : Statec

A la fin de l'année 2009, la richesse financière brute moyenne par ménage luxembourgeois s'établissait à près de 246 000 euros, contre 223 000 euros en moyenne par ménage néerlandais, 190 000 euros par ménage belge, 140 000 euros par ménage français et 119 000 euros par ménage allemand². En comparaison avec les autres pays de la zone euro, le poids des actifs financiers apparaît donc comme

relativement élevé dans le patrimoine des ménages luxembourgeois, d'autant plus que le montant de ces actifs financiers est sous-évalué en raison de l'absence de données sur les actions non cotées et autres participations (unquoted equity). La prise en compte du niveau d'endettement des ménages permet toutefois de nuancer ce résultat, puisque la richesse financière nette par ménage s'élevait, au quatrième trimestre de 2009, à respectivement 149 000, 123 000, 151 000, 103 000 et 80 000 euros au Luxembourg, aux Pays-Bas, en Belgique, en France et en Allemagne.

² Ces moyennes sont également influencées par le nombre de personnes par ménage. En Allemagne, par exemple la taille moyenne d'un ménage est nettement inférieure à la norme européenne.

Graphique 2 : Richesse financière moyenne par ménage dans les pays de la zone euro (en euros, année 2009)



Sources : Eurostat et Statec

Du point de vue de la composition du portefeuille d'actifs financiers, les ménages luxembourgeois se distinguent des autres pays de la zone euro par le poids relativement élevé des dépôts bancaires. Au cours de la période étudiée, la part de ces derniers dans le patrimoine financier a en effet oscillé aux alentours de 50%, illustrant ainsi le

faible appétit pour le risque des ménages luxembourgeois. A contrario, pour des raisons institutionnelles, le poids des provisions techniques d'assurance apparaît quant à lui relativement faible, notamment par rapport à un pays comme les Pays-Bas où le système de retraite par capitalisation est largement développé.

Tableau 1 : La composition du portefeuille d'actifs financiers des ménages dans les pays de la zone euro* (2009)

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas	Luxembourg
Monnaies et dépôts	37,7%	40,1%	33,4%	25,2%	50,6%
Titres autres qu'actions	10,8%	8,2%	1,9%	3,0%	15,9%
Actions cotées	4,8%	3,4%	3,8%	5,1%	4,4%
Parts d'OPC	15,9%	12,5%	8,9%	2,8%	14,2%
Provisions techniques d'assurance	29,5%	35,1%	44,4%	62,8%	14,4%
Autres actifs	1,3%	0,8%	7,6%	1,0%	0,5%

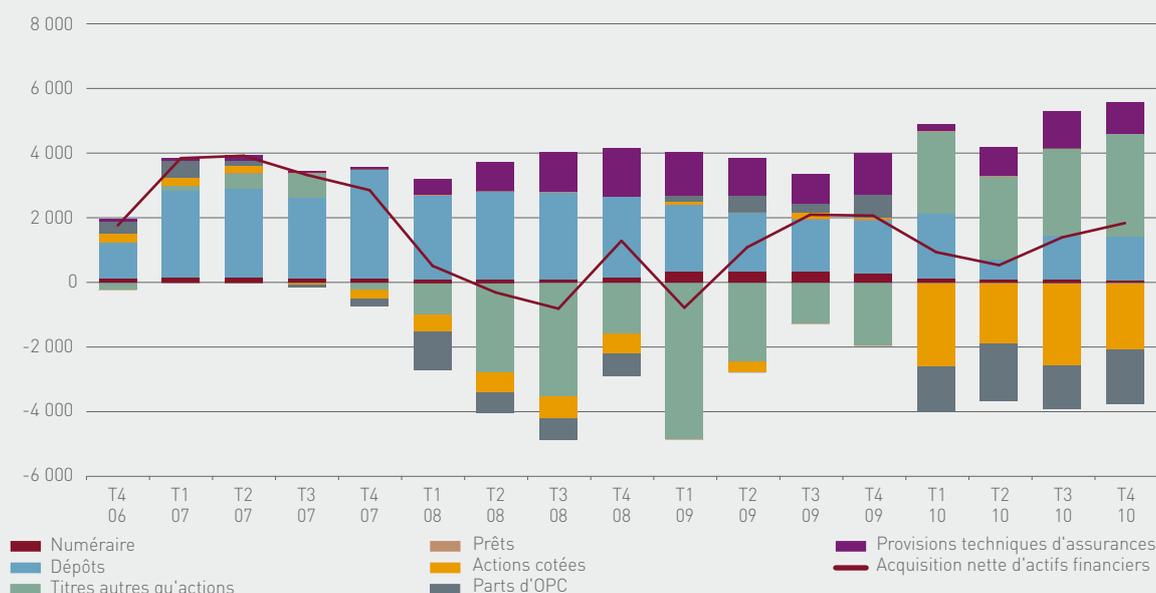
* Afin de rendre la comparaison pertinente, les postes « actions non-cotées » et « autres participations » ont été retirés du total de l'actif des pays autres que le Luxembourg.

Source : Eurostat et Statec

De manière générale, les changements dans la composition du portefeuille d'actifs financiers des ménages sont influencés par divers facteurs tels que les décisions de politique monétaire, l'environnement macroéconomique ou encore les changements de législation et/ou de fiscalité, ces éléments jouant en effet un rôle essentiel du

point de vue de la rémunération des différentes classes d'actifs. De manière à mettre en avant le comportement d'investissement des ménages luxembourgeois au cours de la crise, le graphique suivant présente l'évolution détaillée de leurs transactions financières depuis la fin de l'année 2006.

Graphique 3 : Transactions cumulées sur quatre trimestres (millions d'euros)

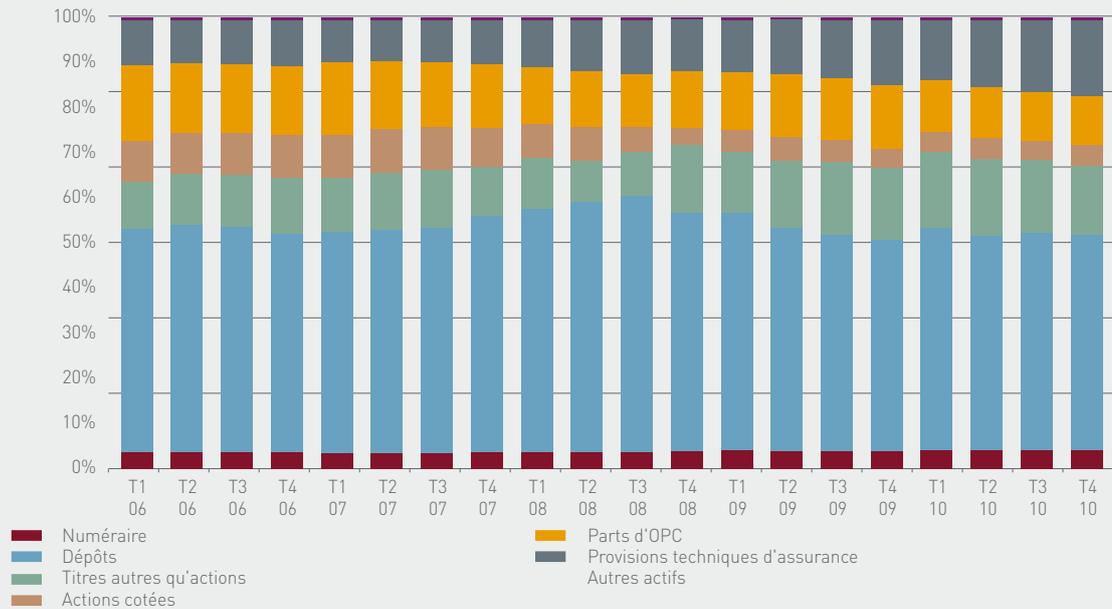


Source : Statec

La crise financière qui a commencé à l'été 2007 s'est traduite par une restructuration du portefeuille des ménages luxembourgeois. La forte volatilité des cours boursiers et les incertitudes relatives à l'activité et à l'emploi ont en effet incité les ménages à constituer une épargne rapidement mobilisable, et donc à augmenter fortement leurs dépôts et placements à vue. L'aversion au risque engendrée par

la crise financière s'est ainsi traduite par l'adoption d'un comportement de préférence pour la liquidité de la part des ménages et son corollaire, une augmentation du poids relatif des dépôts bancaires dans leur portefeuille. La baisse des taux monétaires à partir de la fin de l'année 2008 a de surcroît renforcé l'attrait de ce type d'actifs, en réduisant le coût d'opportunité de leur détention.

Graphique 4 : Évolution de la composition du portefeuille d'actifs financiers des ménages luxembourgeois



Source : Statec

Dans le même temps, les ménages luxembourgeois se sont détournés des actions et des parts d'OPC au cours de l'année 2008. Le désintéressement affiché pour cette classe d'actifs, qui avait pourtant marqué une pause en 2009, s'est largement poursuivi à partir du premier trimestre de 2010. La part des actions et des parts d'OPC dans le portefeuille des ménages est ainsi respectivement passée de 9,5% à 4,6% et de 15,4% à 10,8% entre 2006Q4 et 2010Q4, et ce en dépit d'une revalorisation d'ensemble de près de 3,9 milliards d'euros au cours de cette période.

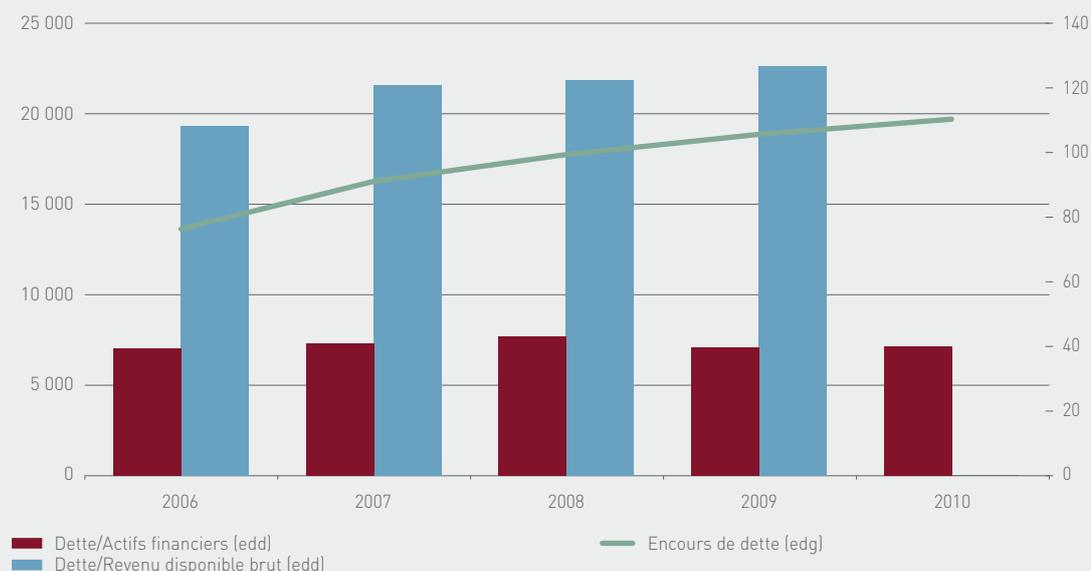
A contrario, le comportement de portefeuille des ménages luxembourgeois s'est clairement distingué par un biais en faveur de l'acquisition d'obligations et de provisions techniques d'assurance, notamment en fin de période. La part des obligations, qui a par ailleurs bénéficié d'une revalorisation de 4,3 milliards d'euros entre le quatrième trimestre de 2006 et le trimestre correspondant de 2010, a de ce fait sensiblement augmenté pour passer de 12,3% à plus de 15% de l'ensemble des actifs financiers en 2010Q4. Les provisions techniques d'assurance

ont également nettement progressé, pour s'établir à près de 17% de l'ensemble des actifs financiers en fin de période, reflétant ainsi l'intérêt croissant suscité par les produits d'assurance vie auprès des ménages luxembourgeois.

L'endettement des ménages luxembourgeois

Du point de vue du passif, la dette des ménages luxembourgeois a connu une nette tendance à la hausse, favorisée notamment par le faible niveau des taux d'intérêt et le dynamisme du marché immobilier. Par conséquent, le ratio d'endettement des ménages, qui était encore de 108% en 2006, a nettement augmenté au cours des dernières années pour s'établir à près de 127% du revenu disponible brut en 2009. A titre de comparaison, ce ratio était respectivement, pour la même année, de 77% en France, 84% en Belgique, 91% en Allemagne et 257% aux Pays-Bas, pour une valeur moyenne de 95% pour l'ensemble de la zone euro. Ce ratio d'endettement élevé affiché par les ménages luxembourgeois doit toutefois être relativisé au regard de la valeur totale de leurs actifs financiers.

Graphique 5 : Taux d'endettement des ménages luxembourgeois
(en millions d'euros)



Source : Statec

Une part considérable de l'endettement des ménages luxembourgeois s'est réalisée à travers l'augmentation des crédits immobiliers. Ces derniers, qui représentent actuellement près de 85 % de l'encours total de dettes des ménages luxembourgeois, ont majoritairement été contractés à taux variables. Le montant des intérêts versés par les ménages au titre du service de la dette est donc fortement sensible aux décisions de politique monétaire. En effet, la part de ces derniers dans le revenu disponible des ménages luxembourgeois, qui était encore de 5,86 % en 2008, a fortement baissé en 2009, pour s'établir à 2,48 %.

Étant donné que les comptes financiers ne sont pas établis pour des groupes d'âges ou de déciles de revenu spécifiques, il est impossible de connaître avec précision le degré de vulnérabilité des différentes catégories de populations. Néanmoins, dans la mesure où les taux d'intérêt sont résolument orientés à la hausse, il n'est pas exclu que certains ménages disposant de revenus modestes puissent rencontrer des difficultés pour faire face à leurs engagements dans un futur proche. Eu égard à l'évolution relativement favorable de la situation sur le marché du travail et de la valeur du patrimoine financier des ménages, les conséquences de la hausse des taux d'intérêt devraient cependant demeurer relativement faibles du point de vue de la stabilité financière d'ensemble de l'économie luxembourgeoise.

1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

En 2009, le commerce de gros hors automobiles et motocycles a enregistré sa deuxième année consécutive de baisse. Le commerce de détail a fait preuve de plus de résistance, son chiffre d'affaires (CA) accusant une quasi-stabilisation en 2009.

Les statistiques de l'année 2010, plus encourageantes, indiquent que sur l'ensemble de l'année 2010, le chiffre d'affaires a nettement progressé dans le commerce de détail (+11,8 %) et le commerce de gros hors automobiles et motocycles (+23,4 %). Dans le secteur des transports, les évolutions apparaissent aussi encourageantes sur l'ensemble de l'année. Ainsi, le chiffre d'affaires a progressé de 22,8 % dans les transports aériens et de 20,6 % dans les services auxiliaires des transports. Enfin, le secteur hôtel-restauration affiche des résultats décevants, puisque son chiffre d'affaires s'est accru de 2,9 % seulement en 2010 après un recul de 2,6 % en 2009.

Dans le secteur automobile, les statistiques font apparaître un redressement plus modéré du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile sur l'ensemble de l'année 2010 (+4,1%). Les immatriculations automobiles, qui avaient baissé de 7,8% au quatrième trimestre 2010 par rapport au trimestre correspondant un an plus tôt, ont tout de même progressé sur l'ensemble de l'année 2010 alors que la zone euro dans son ensemble affiche une baisse d'environ 5,5% sur la même période (-23,2% en Allemagne et -2,2% en France). Les immatriculations d'automobile ont stagné au premier trimestre de l'année 2011 au Luxembourg. Il semblerait que la non-reconduction par le gouvernement des régimes d'aides financières CAR-e au-delà du 31 juillet 2010 ait contribué au dynamisme des immatriculations au premier semestre 2010 et aux résultats décevants affichés depuis lors.

Tableau 1.13 : Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs*
(en taux de variation annuel)

	2009	2010	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3	2010-T4
Immatriculations de voitures	-9,3	4,8	-11,8	-0,7	11,0	13,0	-1,2	-7,8
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-10,5	4,1	-14,5	-6,6	-2,9	11,7	7,0	0,6
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-21,1	23,4	-29,7	-3,8	14,7	35,1	27,2	17,4
Commerce de détail	-0,2	11,8	-1,4	9,8	11,7	12,8	12,3	10,7
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et des ventes de cms)	-0,8	3,1	-2,3	3,9	3,4	3,6	4,6	1,0
Hôtels et restaurants	-2,6	2,9	-2,0	-2,6	3,2	2,6	3,2	2,8
Transport aérien	-23,1	22,8	-23,9	-18,0	13,6	38,2	21,7	18,1
Transport par eau	-16,1	8,9	3,3	-22,5	22,7	37,6	-15,8	2,8
Transport terrestre	-7,3	3,8	-11,6	0,4	-2,7	9,8	6,5	1,9
Services auxiliaires des transports	-19,8	20,6	-24,9	-12,6	20,7	29,2	19,5	13,7

* En valeur.

Les données provisoires indiquent qu'en février, les ventes de détail ont progressé de 17,4% et le commerce de gros de 21,5%. Ces derniers résultats, bien qu'encourageants, doivent cependant être relativisés. La structure du secteur du commerce est très particulière au Luxembourg. Le chiffre d'affaires dans le commerce de gros représente environ 80% du chiffre d'affaires total, le commerce de détail et d'automobile représentant chacun environ 10% du total. Or, les entreprises du commerce de gros enregistrées sur le territoire national sont en grande majorité spécialisées dans le commerce international. Par ailleurs, les sociétés de vente par correspondance installées au Luxembourg réalisent la majeure partie de leurs ventes à l'étranger. Aussi, les statistiques relatives au chiffre d'affaires dans le commerce de détail corrigé de la vente par correspondance (VPC) et des ventes de carburants en magasins spécialisés (CMS) sont plus à même de fournir des informations sur la consommation des ménages que les statistiques de commerce total (gros et de détail). Les données provisoires indiquent qu'en février, le chiffre d'affaires dans le commerce de détail hors VPC et CMS a progressé de 4,6% sur un an, ce qui, compte tenu de l'inflation enregistrée à la même époque (pour mémoire, l'évolution de l'IPC sur un an s'est établie à +3,7% en avril 2011) reste très modéré. Les progressions de l'IPC et des ventes de détail hors VPC et CMS de respectivement 2,3% et 3,1% en 2010 paraissent globalement en ligne avec la sobriété de la consommation privée observée sur l'ensemble de l'année 2010 (+2% selon la plus récente version des comptes trimestriels). A contrario, les statistiques globales du commerce (ventes VPC et CMS comprises), bien que satisfaisantes, ne reflètent pas nécessairement la tenue de la consommation privée.

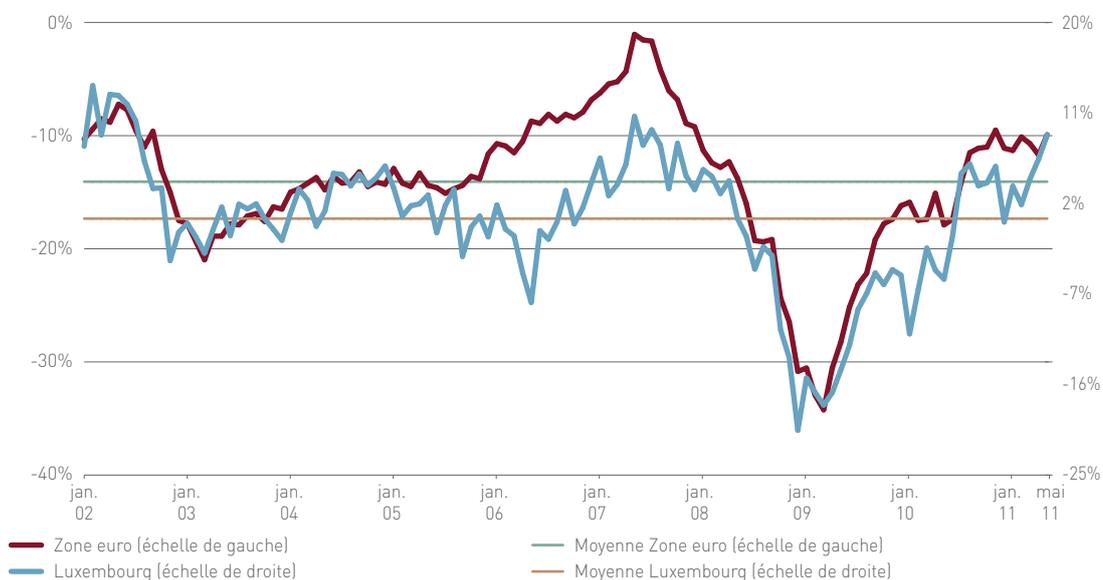
1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs¹⁴ du Luxembourg a atteint son minimum historique en décembre 2008. Depuis, il est apparu globalement favorablement orienté même si, il est vrai, ses évolutions mensuelles ont été très volatiles depuis la mi-2010 par rapport à celles observées dans la zone euro. Les données récentes montrent que la confiance des consommateurs évolue désormais à des niveaux proches de ceux

14 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

qui étaient observés avant le début des turbulences financières en août 2007. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs se situe depuis la fin 2010 à des niveaux proches de sa moyenne historique mais très nettement en deçà des niveaux observés à la mi-2007.

Graphique 1.18 : Indicateurs de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)



Sources : BCL et Commission européenne

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont repris dans le tableau ci-dessous :

Tableau 1.14 : Indicateur de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)

		Anticipations sur les douze prochains mois				
		Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2009	décembre	-5	-11	58	-1	49
2010	janvier	-11	-17	62	1	34
	février	-6	-14	52	1	39
	mars	-2	-7	48	1	45
	avril	-5	-7	41	-3	33
	mai	-5	-25	31	-10	44
	juin	-1	-12	26	-7	40
	juillet	5	-9	19	-4	52
	août	6	-1	18	-1	43
	septembre	4	-7	18	3	38
	octobre	4	-1	22	-5	46
	novembre	6	1	24	0	46
	décembre	0	-1	35	-6	43
2011	janvier	4	-2	30	-4	52
	février	2	2	30	-5	41
	mars	5	2	22	1	38
	avril	7	-1	19	-4	50
	mai	9	2	10	-3	46

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

Source : BCL

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date de mai 2011. Elle indique que l'indicateur de confiance, après correction des variations saisonnières, a enregistré une nouvelle hausse en mai.

Les composantes de l'indicateur ont affiché des évolutions contrastées en mai. Les anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financière se sont redressées par rapport à avril, tandis que la composante relative au taux de chômage s'est nettement améliorée. Enfin, la composante relative à la capacité d'épargner a quelque peu reculé.

Plus généralement, il apparaît que depuis la mi-2010, les consommateurs sont relativement optimistes eu égard aux évolutions futures de la situation économique et du chômage au Luxembourg. Ces deux composantes sont depuis juillet 2010 favorablement orientées. En outre, elles ont depuis lors évolué à des niveaux en moyenne nettement supérieurs à leur moyenne historique. En revanche, aucune tendance haussière ne s'est vraiment dégagée des anticipations des ménages sur leur situation financière et leur capacité d'épargner. Ces deux composantes, plutôt volatiles au fil des mois, ont fluctué depuis juillet 2010 autour de niveaux encore inférieurs aux moyennes historiques. Il n'en reste pas moins qu'au total, le niveau de confiance des consommateurs se situe depuis le début de l'année à des niveaux qui restent très élevés. Ce dernier élément pourrait constituer un signe positif en faveur de la consommation privée au cours de l'année 2011.

1.2.5 La croissance économique

La récente estimation des comptes nationaux annuels, devenue disponible début avril, n'apporte qu'une légère révision à la progression annuelle du PIB pour l'année 2009. De fait, la contraction de l'activité est désormais estimée à -3,6%, contre -3,7% dans la version précédente. La première estimation des comptes nationaux annuels pour l'année 2010 fait état d'une progression annuelle du PIB de 3,5%.

Tableau 1.15: Comptes nationaux annuels: Première estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2010

	Comptes nationaux d'avril 2011 Taux de variation annuels				Contributions à la croissance (en points de pourcentage)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Consommation privée	3,3	4,7	0,2	2,0	1,1	1,5	0,1	0,7
Consommation publique	2,8	2,7	4,6	2,9	0,4	0,4	0,7	0,5
Formation brute de capital fixe	17,9	1,4	-19,2	2,6	3,4	0,3	-3,9	0,4
Variations des stocks	-48,0	-27,2	23,8	-125,6	-0,5	-0,1	0,1	-0,6
Acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-1 102,7	-1,9	278,2	-69,8	-0,4	0,0	-0,9	1,0
Demande intérieure (excluant les stocks)	5,9	3,1	-5,9	3,0	4,6	2,2	-4,0	2,6
Importations	9,3	8,5	-10,2	6,7	-12,9	-12,3	14,9	-9,0
Exportations	9,1	6,6	-8,2	6,3	15,5	11,6	-14,5	10,6
Exportations nettes	8,3	-2,0	1,0	4,6	2,6	-0,6	0,3	1,5
Produit intérieur brut	6,6	1,4	-3,6	3,5	6,6	1,4	-3,6	3,5
Déflateur du PIB	3,6	4,2	-0,3	5,5				
Emploi salarié	4,7	4,9	1,0	1,6				
Emploi total	4,5	4,7	0,9	1,6				
Rémunération moyenne par salarié	3,7	2,1	1,8	1,6				
Productivité du travail	2,1	-3,2	-4,5	1,9				
Coût unitaire du travail	1,6	5,4	6,7	-0,3				

Source : Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondis près)

L'examen de la décomposition de la croissance selon l'approche « dépenses » montre qu'à l'exception des variations des stocks (et les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur), l'ensemble des composantes ont évolué favorablement en 2010. La demande interne excluant les stocks et les exportations nettes ont alimenté la croissance à raison de 2,6 p.p. et 1,5 p.p., respectivement.

L'analyse sectorielle de la croissance économique montre que l'ensemble des branches ont évolué positivement au cours de l'année 2010. Il convient néanmoins de relativiser la croissance enregistrée par certains secteurs comme l'industrie (12,8%) ou encore la construction (3,0%) et de replacer ces évolutions dans leur contexte. De fait, ces secteurs avaient été fortement exposés à la crise au cours des deux années précédentes. La forte croissance enregistrée par le secteur commercial est essentiellement imputable au secteur des transports ainsi qu'au commerce de gros et aux ventes par correspondance.

En ce qui concerne l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une modération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié pour la troisième année consécutive. Cette modération salariale a engendré une légère baisse des coûts salariaux unitaires (-0,3%) et ceci malgré une accélération de la productivité (1,9%). Néanmoins, toutes les évolutions décrites ci-dessus doivent être relativisées et considérées avec une extrême prudence en raison du caractère encore incomplet de la couverture statistique de l'année 2010, qui entraînera nécessairement des révisions lors des publications à venir des comptes nationaux. Ces révisions s'avèrent d'autant plus probables que ces données ne sont pas en phase avec l'indicateur de court terme de l'IGSS, qui fait état d'une accélération de la rémunération par tête (à 2,5%) en 2010, contre 2,0% en 2009¹⁵.

La première estimation des comptes nationaux pour le quatrième trimestre 2010 fait état d'une accélération de la croissance en glissement annuel, qui s'est alors établie à 4,6% par rapport au même trimestre de l'année précédente et à 1,7% par rapport au trimestre précédent.

Une analyse approfondie montre que l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement en glissement annuel au dernier trimestre 2010, à l'exception de la formation brute de capital (-9,8%). Les plus fortes progressions ont été enregistrées par le commerce extérieur (notamment les exportations qui ont affiché une progression annuelle de 5,0%) et la consommation privée (2,9%).

Au niveau sectoriel et en glissement annuel, l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la croissance économique au quatrième trimestre 2010. La valeur ajoutée issue de l'industrie et du secteur « commerce, transports et communications » a progressé de respectivement 13,3% et 12,0% par rapport au dernier trimestre de l'année précédente. En glissement trimestriel, seul le secteur de la construction (ainsi que l'agriculture) ont évolué négativement au dernier trimestre 2010, probablement sous l'influence des mauvaises conditions météorologiques.

¹⁵ Les données relatives à la rémunération des salariés telles que retracées dans la comptabilité nationale ont comme principale source la base de données de l'IGSS. Toutefois, en raison de divers ajustements, les chiffres des comptes nationaux ne correspondent pas exactement à ceux issus de l'indicateur de l'IGSS. Ainsi, il convient de rester prudent dans l'interprétation et la comparaison des résultats chiffrés de l'indicateur.

Encadré 1.4:

LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE POTENTIELLE SE CONFIRME

Depuis la contraction du PIB en 2009, la croissance potentielle du Luxembourg a diminué de presque la moitié pour se situer dans une fourchette entre 2% et 3%. Selon les données de comptabilité nationale publiées en avril, la croissance observée en 2010 a atteint 3,5%. Ce chiffre étant supérieur à la croissance potentielle, le niveau du PIB est remonté vers son niveau potentiel, sans pour autant le rejoindre. Pour 2011-2013, les estimations basées sur les résultats du récent exercice de projection indiquent que la croissance potentielle restera très faible par rapport au passé.

L'écart de production (différence entre les niveaux du PIB observé et potentiel, en % du potentiel) est devenu négatif en 2009 selon l'ensemble des méthodes¹ considérées dans cet encadré. La plupart de

ces méthodes anticipent que l'écart restera négatif jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Il est vrai que l'écart devrait se réduire, mais seule l'approche par la fonction de production laisse augurer un écart proche de zéro en 2012 (PIB observé proche de son niveau potentiel) et un écart positif en 2013². Deux autres méthodes anticipent un écart pratiquement nul en 2013: le filtre Hodrick-Prescott et le modèle de Kuttner, qui tient compte d'une décélération de l'inflation au cours des années à venir.

La tendance linéaire, seule méthode à postuler une croissance potentielle constante, continue à produire des estimations peu plausibles, avec un écart de production qui devient de plus en plus négatif. Ce constat confirme le manque de fiabilité de cette méthode suite à un choc aussi important que la récente crise financière.

² L'approche par la fonction de production est implémentée avec le filtre Hodrick-Prescott, ce qui comporte un biais de fin d'échantillon bien connu.

¹ Voir le Cahier d'études N° 4 de la BCL.

Tableau 1 : Estimations de l'écart de production et la croissance potentielle

	PIB réel (mia EUR)	Tendance linéaire	Hodrick- Prescott	Harvey- Jaeger	Kuttner	Apel-Jansson	Fonction Production
Estimations de l'écart de production							
2006	27,55	3,6%	1,9%	2,0%	1,9%	0,0%	1,7%
2007	29,38	5,5%	5,2%	5,0%	5,2%	2,4%	3,6%
2008	29,80	2,4%	3,5%	3,3%	3,5%	0,5%	0,6%
2009	28,72	-5,9%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-5,8%	-4,5%
2010	29,73	-7,0%	-2,4%	-2,6%	-2,4%	-5,1%	-2,7%
2011	30,93	-8,0%	-1,5%	-2,0%	-1,5%	-3,9%	-1,0%
2012	31,86	-9,6%	-1,2%	-2,1%	-1,2%	-2,8%	0,1%
2013	33,01	-10,5%	-0,3%	-1,6%	-0,3%	-1,1%	1,7%
Révisions							
Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2010							
2006	-0,6%	-0,2%	-0,9%	-0,7%	1,9%	-0,3%	-0,6%
2007	-0,4%	0,0%	-0,9%	-0,9%	4,5%	-0,7%	-0,7%
2008	1,0%	1,4%	0,3%	0,5%	3,3%	0,3%	0,5%
2009	0,7%	1,2%	-0,2%	0,3%	-0,9%	-0,4%	0,1%
2010	1,3%	1,7%	0,0%	0,7%	1,8%	-0,6%	-0,3%
Croissance du PIB réel							
Estimations de la croissance potentielle							
2006	5,0%	4,7%	3,6%	3,8%	3,6%	4,7%	4,1%
2007	6,6%	4,7%	3,3%	3,4%	3,1%	4,1%	4,7%
2008	1,4%	4,7%	3,1%	3,1%	3,1%	3,3%	4,4%
2009	-3,6%	4,7%	2,9%	2,7%	2,9%	2,8%	1,5%
2010	3,5%	4,7%	2,8%	3,0%	2,8%	2,8%	1,6%
2011	4,0%	4,7%	2,8%	3,1%	2,8%	2,4%	1,9%
2012	3,0%	4,7%	2,7%	3,1%	2,7%	1,9%	1,8%
2013	3,6%	4,7%	2,7%	3,1%	2,7%	1,8%	2,1%
Moyenne croissance réelle							
Moyenne croissance potentielle							
1985-2010	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,6%
2001-2010	3,1%	4,7%	3,7%	3,7%	3,7%	4,2%	3,7%

Sources : calculs BCL, données STATEC

Les données de comptabilité nationale publiées en avril 2011 ont réduit l'ampleur de la contraction de 2009 par rapport à celle qui ressortait des données disponibles en 2010. Le niveau du PIB de 2009 a à nouveau été révisé vers le haut (+0,7%), de même que son niveau de 2008 (+1,0%). Considérées de concert, ces révisions donnent lieu à une augmentation de l'écart de production en 2008 pour l'ensemble des méthodes, ainsi qu'à une compression des écarts négatifs en 2009 pour trois des six méthodes. Comme signalé par le passé, l'ampleur des révisions présentées dans le tableau illustre la fragilité de toutes ces méthodes et la nécessité d'interpréter les résultats avec précaution.

En 2010, l'écart de production est estimé entre -5,1% et -2,4% (sans tenir compte de la tendance linéaire). Le modèle d'Apel-Jansson décèle toujours l'écart le plus grand, en partie parce qu'il considère aussi l'évolution de l'inflation et du chômage. L'inflation très faible en 2009 et la progression rapide du chômage au cours de la même année sont deux signes

de faibles tensions sur les marchés des facteurs. Ils contribuent donc à augmenter le niveau de production potentiel estimé par cette méthode. Il en résulte un écart négatif plus important.

Tableau 2 : Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg

	2010	2011	2012	2013
OCDE (Economic Outlook 89, mai 2011)	3,2%	2,8%	2,9%	
Prévisions Commission européenne (13 mai 2011)	2,2%	2,2%	2,6%	
Statec (Note de Conjoncture 1-11, mai 2011)	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%
Programme de stabilité et croissance (avril 2011)	2,9%	2,7%	2,6%	2,6%

Sources : Commission européenne, Ministère des Finances, OCDE, Statec.

Quant à la croissance potentielle, la tendance linéaire l'estime toujours à 4,7% sur l'échantillon depuis 1981. Selon les autres méthodes, la croissance potentielle se situerait entre 1,6%

et 3,0% en 2010. Cette fourchette augmente légèrement sur l'horizon de projection. Il convient de noter qu'elle est conforme aux prévisions publiées par d'autres institutions pour la croissance potentielle au Luxembourg.

Par rapport aux autres méthodes, l'approche par la fonction de production estime qu'en 2009, la chute de la croissance potentielle a été plus brutale. Elle anticipe aussi une reprise plus faible à l'horizon 2013. Une croissance potentielle moins élevée est plus facilement dépassée par la croissance observée, ce qui explique pourquoi cette approche est aussi la plus optimiste quant à l'évolution future de l'écart de production.

L'intérêt principal de l'approche par la fonction de production est qu'elle permet une décomposition de la croissance potentielle selon la contribution du capital, de l'emploi et de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette dernière est calculée en tant que résidu de Solow à travers un exercice de comptabilisation de la croissance³. Comme indiqué

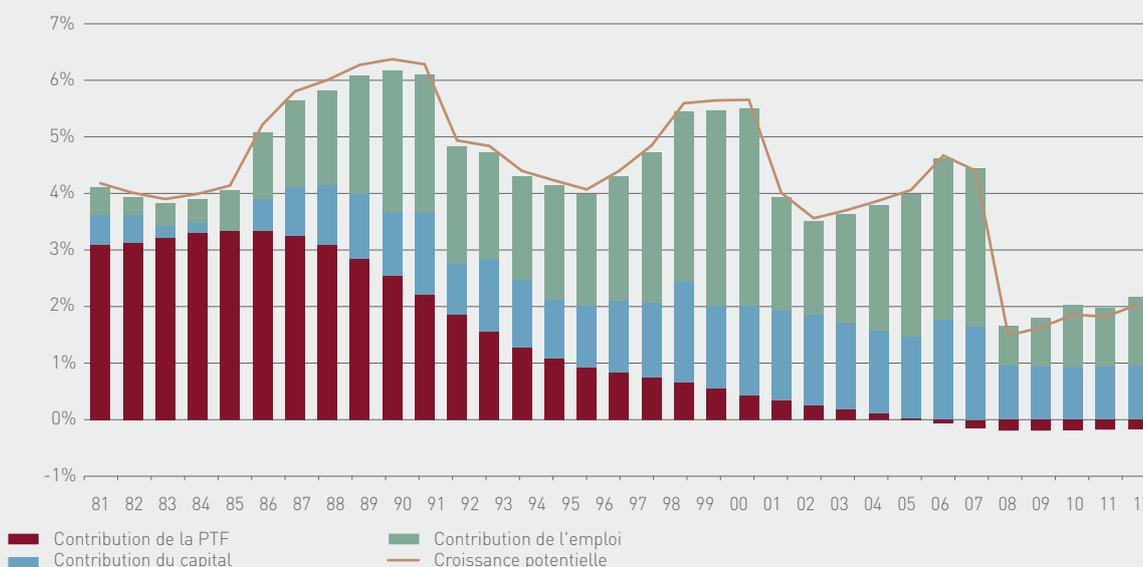
déjà dans le rapport annuel BCL 2009, la croissance potentielle au Luxembourg est largement dépendante du facteur emploi, vu la contribution limitée du capital et la diminution constante de la contribution de la PTF depuis les années 1980 (elle était alors prépondérante).

Selon les plus récentes données disponibles, la contribution de la PTF est devenue marginalement négative⁴ depuis 2006 et devrait rester proche du niveau estimé en 2010 (-0,2%). La contribution de l'emploi a connu divers cycles, avec des pics lors des crises de 1991, 2001 et 2008. En 2009, cette contribution a chuté de 2,8% à 0,7% et en 2010 elle a atteint seulement 0,9%. Pour les années à venir, la contribution de l'emploi devrait légèrement dépasser 1%. Enfin, la contribution du capital a chuté de 1,7% en 2008 à moins de 1% en 2009 et en 2010. Elle devrait se rétablir très lentement vu la forte baisse des investissements en 2009 et les effets durables de la crise sur le stock du capital.

3 Cet exercice diffère de celui dans la base AMECO de la Commission européenne, où la PTF est contaminée par la contribution des travailleurs frontaliers ignorée par la méthode harmonisée à travers pays). La série du stock de capital est aussi différente, mais également obtenue par la méthode de l'inventaire permanent appliquée à une série longue pour l'investissement réel.

4 L'Observatoire de la compétitivité (Perspectives de politique économique n°14) ne distingue pas entre tendance et cycle de la PTF, mais confirme le fort recul en 2008.

Graphique 1 : Comptabilisation de la croissance potentielle



Sources : données Statac, Banque mondiale, calculs BCL

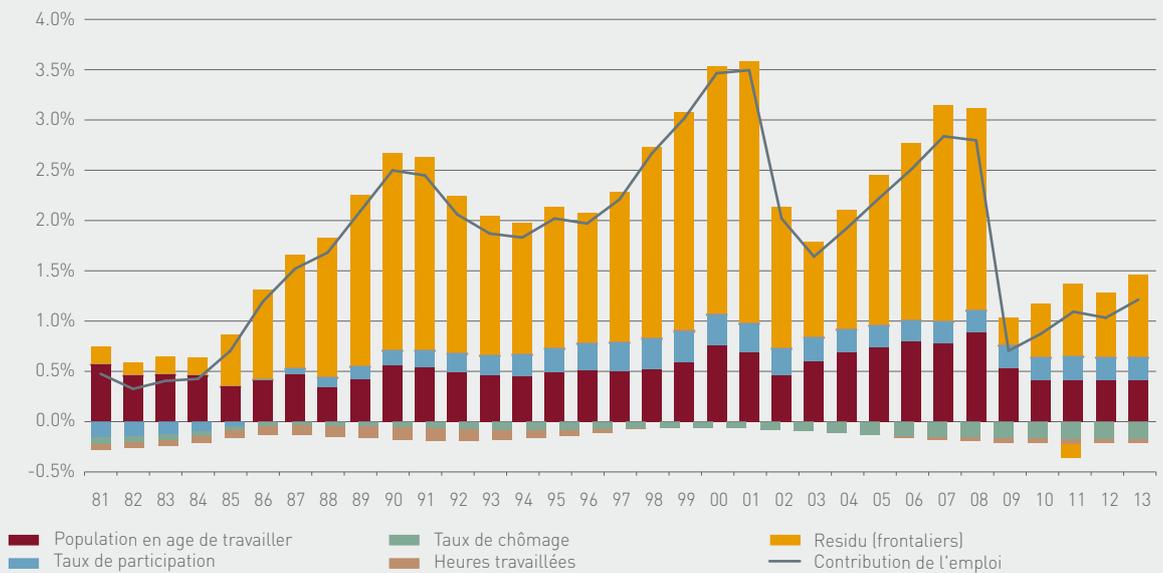
La contribution de l'emploi peut être analysée à son tour en fonction des variations de la population en âge de travailler, des taux de participation et de chômage (limités à la population résidente), ainsi que d'une composante résiduelle représentant

l'apport de la population non-résidente à travers le travail frontalier. On constate que depuis la fin des années 1980, les frontaliers ont fourni l'essentiel de la contribution de l'emploi à la croissance potentielle. Suite à l'éclatement de la bulle Internet, cette

contribution a nettement diminué, passant de 2,6 % en 2001 à moins de 1,0 % en 2003. Cinq années ont ensuite été requises pour retourner à 2,0%. Plus récemment, la contribution des frontaliers a chuté de pratiquement 2,0% en 2008 à 0,2% en 2009 et a atteint moins de 0,5% en 2010. Selon les projections, cette contribution sera encore inférieure à 1,0% en 2013.

La composante «heures travaillées» a contribué à concurrence de -0,2% en 2009 et 2010, vu le recours massif au chômage partiel lors de la crise. Cet effet négatif devrait disparaître graduellement. La contribution du taux de chômage a été négative depuis 1980, en raison de la tendance haussière de cette variable. Elle est relativement stable autour de -0,1%. La contribution du taux de participation a toujours été limitée et s'est amoindrie depuis 2001, pour atteindre un plateau depuis 2006 (autour de 0,2%).

Graphique 2 : Décomposition de la contribution de l'emploi



Sources : données Statec, EU-KLEMS, calculs BCL

1.2.6 Projections macroéconomiques générales

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2010¹⁶ et ont été élaborées dans le contexte du redressement conjoncturel marqué qui s'était manifesté à partir de la mi-2009. La poursuite de la croissance au deuxième semestre 2010 était alors envisageable, comme l'attestaient la croissance dans la zone euro et l'évolution favorable des indicateurs conjoncturels au Luxembourg. La consolidation de la croissance était d'autant plus tangible que le chômage partiel continuait à reculer et que l'emploi avait redémarré. Pour l'année 2010, une progression du PIB réel autour de 3,8 % était escomptée par la BCL. Ce scénario était basé sur l'hypothèse que la reprise conjoncturelle ne saurait garder le rythme de croisière de l'époque et qu'elle s'épuiserait au tournant de l'année 2010/2011, avant de regagner en vigueur en 2012 et au-delà. Le profil de croissance escompté, en particulier la dynamique à moyen terme, restait cependant en deçà de la moyenne historique. Il était notamment admis que les ajustements futurs du secteur financier, aussi bien au niveau national qu'international, risquaient d'affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg.

Evolutions récentes

Depuis cet exercice de décembre 2010, le redressement conjoncturel s'est avéré plus dynamique qu'on ne l'avait anticipé, bien que le bilan dressé par les comptes nationaux annuels puisse paraître moins positif.

16 Voir BCL, Bulletin 2010/3, pp.76-82

La première estimation pour la croissance en 2010 est de 3,5 %, soit un rythme légèrement inférieur à nos anticipations de décembre. Par contre l'expansion du PIB nominal témoigne de la vigueur de la reprise. A plus de 9 %, elle a été bien au-delà de nos attentes. Les comptes nationaux trimestriels ont aussi été révisés pour les années 2009 et 2010. Selon ces comptes, la croissance trimestrielle aurait été moins dynamique que précédemment estimé au cours de l'année 2009, mais elle se serait accentuée à partir du deuxième trimestre 2010. Depuis lors, la progression du PIB réel aurait été supérieure à la croissance tendancielle, de sorte que l'activité économique mesurée par le PIB en volume s'établirait désormais à un niveau proche de celui prévalant avant la récession. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2011, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières enregistrées à la fin de l'année 2010, se chiffre à 2,2 %.

Selon la quasi-totalité des indicateurs disponibles, la dynamique conjoncturelle favorable de la fin de l'année 2010 s'est prolongée au début de l'année 2011. L'expansion de l'activité aurait été assez soutenue au premier trimestre. Elle se serait cependant quelque peu estompée par la suite.

Au premier trimestre 2011, le dynamisme dans le secteur financier s'est certes légèrement tempéré, malgré la hausse des marchés boursiers. En termes de variation trimestrielle, la progression de la VNI dans les OPC s'est en effet nettement ralentie après une augmentation très marquée au cours des sept trimestres précédents. Les revenus sur commissions des banques, ajustés pour les variations saisonnières, ne connaissent également qu'une hausse modérée. Par contre, à la faveur des conditions météorologiques très clémentes, les enquêtes de conjoncture dans la construction laisseraient entrevoir une nette accélération de l'activité. La production industrielle s'est aussi accélérée au début de l'année, même si sa progression se situe en deçà de ce que laissaient augurer les enquêtes d'opinion. Cette progression mitigée est d'autant plus surprenante que l'activité dans la zone euro a été caractérisée par un dynamisme exceptionnel avec une croissance du PIB réel de 0,8 %. Cette dernière évolution devrait être de bon augure pour le secteur exportateur du Luxembourg, d'autant que cette expansion a été tirée par nos principaux partenaires commerciaux, en l'occurrence les économies limitrophes.

En ce qui concerne le deuxième trimestre 2011, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. La croissance dans les économies limitrophes s'est sans doute modérée. Le niveau actuel des marchés boursiers suggérerait aussi une croissance tempérée de la VNI des OPC et les revenus sur commissions des banques. Par contre, les chefs d'entreprises dans la construction sont d'un optimisme quasiment sans précédent. Les enquêtes mensuelles et trimestrielles dans l'industrie laissent également augurer une activité soutenue et un carnet de commandes bien rempli.

En somme, l'économie luxembourgeoise est vraisemblablement sortie de la récession, dans le sens où le PIB réel a probablement déjà dépassé son niveau d'avant la récession. Ce diagnostic est d'ailleurs corroboré par la plupart des indicateurs d'activité tels que les exportations de biens, la VNI des OPC et les revenus sur commissions des banques, malgré leur croissance modérée en début d'année. Seule la production industrielle peine à retrouver les niveaux d'avant la crise. L'emploi, aussi bien en termes de personnes que d'heures travaillées, est en forte progression et le recours au chômage partiel, emblématique de la récession, s'amenuise davantage.

Ce constat favorable ne doit nullement occulter le fait que l'activité économique n'a pas du tout progressé entre le premier trimestre 2008 et la fin de 2010, c'est-à-dire pendant près de trois ans. Ce manque de croissance, associé à une politique budgétaire volontairement expansionniste, s'est aussi soldé par l'émergence de plusieurs distorsions. Malgré la sortie de la récession, le taux de chômage persiste à un niveau historiquement élevé, proche de 8 % pour le taux de chômage au sens large. En dépit des mesures de consolidation adoptées par le gouvernement pour les années 2011 et 2012, le déficit public ne disparaîtrait pas d'ici 2013. La dette publique dépasserait quant à elle les 20 % du PIB. Il convient d'éviter la persistance de ces distorsions. Seule une correction mise en œuvre dans les meilleurs délais, tirant profit du contexte macroéconomique plus favorable, permettra de restaurer des fondamentaux propices à une croissance durable. Elle permettra également de constituer des marges de manœuvre qui pourront être déployées lors de la prochaine dégradation conjoncturelle.

La sortie de la récession au Luxembourg n'implique pas non plus la fin de la crise financière, comme l'attestent des marchés obligataires toujours en proie à certaines perturbations. Un dénouement désordonné de la crise dans certains pays de la zone euro pourrait négativement affecter les activités et les résultats du secteur

financier et compromettrait de ce fait les gains de la croissance. Ces risques de dénouement désordonné ne peuvent être négligés à l'heure actuelle, d'autant plus que l'évaluation *ex ante* des conséquences d'un tel choc est hautement incertaine. Ils incitent par conséquent à une prudence continue.

Hypothèses techniques

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont notamment dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé poursuivre sa hausse, amorcée au second trimestre 2010, jusqu'au quatrième trimestre 2013. Sur l'ensemble de l'année 2011, il s'établirait à 1,6 % avant d'atteindre 2,3 % en moyenne en 2012 et 2,8 % en moyenne en 2013. Les taux longs sont orientés à la hausse depuis le quatrième trimestre 2010. Ils remonteraient graduellement pour atteindre 4,1 % au quatrième trimestre 2013. Il en résulterait un aplatissement de la courbe des taux sur l'horizon de prévision. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne d'environ 7 % en 2011 avant de se replier marginalement en 2012 et 2013. Par rapport à décembre dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse à raison d'environ 6 % en 2011 et en 2012. Depuis fin 2010, l'euro s'est apprécié de quelque 3 % par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,43\$/€ à la mi-mai, poussant le taux de change effectif de l'euro à la hausse à concurrence de 2 % environ par rapport à décembre 2010. Enfin, le prix du pétrole a progressé de 92\$/bl en décembre dernier à environ 115\$/bl en mai 2011. Selon les marchés des « futures », le prix du pétrole s'établirait à 111\$/bl en 2011, avant de revenir à 108\$/bl en 2012 et à 104\$/bl en 2013. Par rapport à l'exercice de décembre 2010, ces hypothèses se traduisent par une sensible révision à la hausse du prix attendu du pétrole en 2011 et 2012. En dépit de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont fortement revues à la hausse, à concurrence de 22 % en 2011 et de 15 % en 2012.

En résumé, les hypothèses relatives au taux d'intérêt à court terme, au taux de change de l'euro et au prix du pétrole sont légèrement moins favorables que celles qui prévalaient en décembre dernier. Dans l'ensemble et toutes autres choses égales par ailleurs, ce nouveau jeu d'hypothèses techniques plaiderait donc pour un scénario de croissance marginalement moins porteur pour l'économie luxembourgeoise. Cependant, l'impact à la baisse des hypothèses techniques sur la croissance de l'activité économique est plus que compensée par l'embellie conjoncturelle dans les économies en Europe et dans le reste du monde, qui est au-delà des attentes.

Environnement international

La reprise économique mondiale a été un peu plus forte que prévu en 2010 et la vigueur de l'économie mondiale s'est poursuivie au premier trimestre de l'année 2011. Les évolutions récentes des principaux indicateurs économiques suggèrent en revanche que la croissance devrait s'affaiblir au second trimestre de l'année. A moyen terme, les perspectives de croissance mondiale apparaissent désormais entachées de plusieurs facteurs. Il s'agit des conditions climatiques défavorables observées aux Etats-Unis ces derniers mois et des retombées des catastrophes naturelles auxquelles a fait face le Japon en ce début d'année 2011. A ces événements naturels s'ajoutent la mise en œuvre de politiques budgétaires plus rigoureuses dans nombre de pays industrialisés et les besoins de restructuration des bilans des secteurs public et privé. Dans les pays émergents, la croissance de l'activité devrait rester dynamique avec de sérieux risques de surchauffe dans certains cas. Le scénario relatif à la croissance mondiale du FMI est légèrement plus optimiste que celui de la Commission européenne (CE). Après un redressement marqué en 2010, les deux institutions prévoient une modération de la croissance du PIB mondial en 2011 et une poursuite de l'expansion au même rythme pour 2012. La croissance du commerce mondial connaîtrait une décélération, après une expansion excédant la moyenne historique en 2010. Malgré la normalisation anticipée pour l'économie mondiale, ces projections sont légèrement plus optimistes que projeté lors des exercices précédents.

Tableau 1.16 : Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)¹⁾

	2010	2011	2012	2013
Commerce mondial (CE)	14,0 (+0,2)	7,8 (+0,4)	7,9 (+0,6)	-
PIB mondial (FMI)	5,0 (+0,2)	4,4 (+0,2)	4,5	-
PIB mondial (CE)	4,9 (+0,4)	4,0 (+0,1)	4,1 (+0,1)	-
PIB zone euro (FMI)	1,7 (+0,0)	1,6 (+0,1)	1,8	-
PIB zone euro (CE)	1,8 (+0,1)	1,8 (+0,3)	1,9 (+0,1)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	1,7	1,5 - 2,3	0,6 - 2,8	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	9,6	6,9 (+1,0)	6,5 (+0,9)	6,3
Prix du pétrole en \$/bl ²⁾	80	111 (+22)	108 (+17)	104
Taux de change \$/€ ³⁾	1,33	1,42 (+0,03)	1,43 (+0,04)	1,43
Taux d'intérêt à 3 mois	0,8	1,6 (+0,2)	2,3 (+0,6)	2,8
Taux d'intérêt à 10 ans	3,2 (-0,2)	3,5 (-0,3)	3,8 (-0,4)	4,1
Eurostoxx ⁴⁾	266	284 (+15)	280 (+17)	276

1) Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2010, en points de pourcentage.

2) Révisions en \$/bl

3) Révisions en \$/€

4) Révisions en points d'indice

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

Les perspectives économiques dans la zone euro se sont également améliorées au cours des derniers mois et la croissance du PIB réel se rapprocherait graduellement de sa trajectoire historique, soit une croissance proche de 2 %. Selon l'exercice de projection de l'Eurosystème de juin 2011, la variation anticipée pour le PIB réel devrait se situer entre 1,5 % et 2,3 % en 2011 et entre 0,6 % et 2,8 % en 2012. A court terme, la croissance du PIB prévue par l'Eurosystème apparaît légèrement plus favorable que celle de la CE et du FMI, en raison de la prise en compte de la croissance très soutenue enregistrée au 1^{er} trimestre de l'année 2011. Pour 2012 en revanche, la croissance du PIB prévue par l'Eurosystème apparaît légèrement moins optimiste que celle de la CE et du FMI. Comparées à l'exercice précédent, les projections de l'Eurosystème pour 2011 ont été nettement revues à la hausse tandis que pour 2012 elles ont été légèrement abaissées.

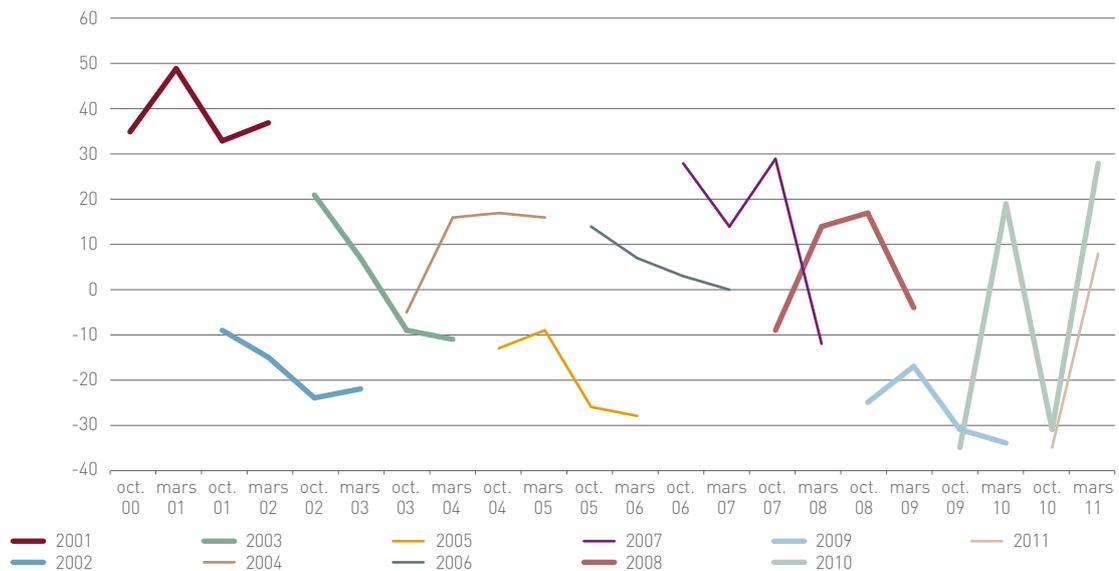
La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Après s'être littéralement effondrée en 2008 et 2009, la demande internationale s'est vigoureusement redressée en 2010. Selon le scénario sous-jacent, elle devrait converger vers une trajectoire de croissance plus modérée, quoique toujours élevée. En termes de variation annuelle, le rebond de la demande internationale observé en 2010 serait suivi d'un net ralentissement en 2011 et de modérations en 2012 et 2013. Le ralentissement de la demande mondiale adressée au Luxembourg au cours de ces deux années serait le reflet de la normalisation du commerce mondial sur la période considérée.

Projections du PIB réel et de ses composantes

La dynamique de croissance trimestrielle plus avantageuse au cours de l'année 2010 ainsi que son étalement sur le début de l'année 2011 donnent lieu à un scénario qui se présente plus favorablement que lors de l'exercice de décembre 2010. Les projections font état d'une progression du PIB réel en 2011 qui se situerait entre 3,7 % à 4,3 %, soit 1,2 point de pourcentage de plus qu'anticipé précédemment. La croissance anticipée pour 2012 se situerait entre 2,5 % et 3,5 % tandis que pour 2013, elle s'établirait entre 2,9 % et 4,3 %. Ce scénario intègre un ralentissement de la croissance à partir du deuxième trimestre 2011. Après une période d'expansion au-dessus de la moyenne, il est admis que la dynamique de croissance se modérera avant de retrouver une certaine vigueur en 2012 et 2013. Le ralentissement du taux de variation annuel moyen en 2012 n'est par conséquent qu'apparent. Sa modération provient de l'essoufflement escompté au cours de l'année 2011, les taux trimestriels sous-jacents suggérant bien une accélération au cours de l'année 2012. Le profil des taux de croissance annuels moyens, bien qu'en dents de scie, est aussi en ligne avec le profil du PIB réel dans la zone euro tel que projeté par l'Eurosystème. Le sentier de croissance normalisé anticipé pour 2013 demeurerait en deçà de l'évolution historique luxembourgeoise. Cette projection est basée sur l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance, qui résulterait notamment des ajustements structurels dans le secteur financier.

Après la forte reprise observée depuis la mi-2009, la croissance se consoliderait et la composition du PIB s'équilibrerait davantage. Dans un scénario idéal, l'impulsion en provenance du commerce mondial se transmettrait graduellement à l'investissement, qui, via la création d'emplois et de revenus, influencerait à son tour la consommation privée. Dans une petite économie ouverte et largement dépendante de ses marchés exportateurs, les deuxième et troisième phases du cycle sont évidemment beaucoup moins prépondérantes que dans des économies fermées. Ce scénario semble cependant prendre forme. Contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à un surendettement de leurs entreprises, de leurs ménages ou de l'Etat, il n'y a pas d'indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg. Les projections de l'optique dépenses du PIB tiennent compte de cet élément.

Graphique 1.19 : Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise (dépenses à prix courants, en taux de variation annuels)*



*Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés 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

L'année 2010 s'est caractérisée par une croissance robuste et équilibrée, puisque toutes les composantes du PIB ont contribué à sa progression. L'investissement total n'a néanmoins augmenté qu'à la faveur des dépenses d'investissement public, l'investissement privé ayant encore fléchi. En 2011, la croissance serait à nouveau tirée par le dynamisme des exportations alors que la demande domestique totale serait assez modérée. Elle progresserait en effet à un rythme atténué, car elle serait négativement affectée par les mesures de consolidation budgétaire. Les mesures du gouvernement central prennent plusieurs formes et elles exerceront une incidence sur plusieurs composantes de la demande domestique, entre autres les dépenses d'investissement public. Le rehaussement de la fiscalité directe pèsera directement sur le revenu disponible des ménages et freinera par ce biais la consommation privée.

Si en 2011, l'investissement public pourrait baisser sur base des plans du gouvernement central, ce défaut de croissance pourrait toutefois être compensé par la reprise de l'investissement privé. La relance du commerce mondial vers la mi-2009 a eu des retombées positives sur le sentiment de confiance des chefs d'entreprises. Alors que vers la mi-2010 ceux-ci comptaient déjà augmenter leurs dépenses d'investissement en 2010, ils comptent désormais poursuivre leurs efforts et augmenter à nouveau leurs dépenses en 2011 (voir le graphique ci-dessus). Une expansion des capacités de production serait d'ailleurs la suite logique de la phase d'ajustement. Grâce à la reprise mondiale et à la stagnation des salaires réels, la marge de profit s'est fortement redressée en 2010. Sous l'hypothèse d'absence de déséquilibres bilantaires, elle suggère la disponibilité de liquidités susceptibles de faciliter le financement des dépenses d'investissement. Le redressement de l'emploi tel qu'on l'observe actuellement irait aussi de pair avec une augmentation de l'appareil productif.

Les mesures de consolidation fiscale telles qu'annoncées jusqu'à présent par le gouvernement font partie intégrante des projections. En 2012 et 2013, ces mesures qui, par hypothèse, ne deviendraient pas davantage contraignantes pour les ménages ou les entreprises ne permettraient pas d'annuler le déficit public d'ici 2013. Dans ce contexte de « politique budgétaire inchangée », les projections tablent sur une accélération graduelle de la consommation privée en 2012 et 2013 ainsi que sur une expansion robuste de l'investissement privé.

Tableau 1.17 : Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à décembre 2010
(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012
PIB réel	3,5	3,7 - 4,3	2,5 - 3,5	2,9 - 4,3	-0,3	1,2	-0,2
IPCH	2,8	3,7	2,5	2,3	-	1,2	0,4
IPCH énergie	11,7	12,7	-0,1	-1,7	0,3	9,4	-0,9
IPCH excluant l'énergie	1,7	2,5	2,8	2,8	-	0,1	0,6
IPCN	2,3	3,4	2,4	2,2	-	1,1	0,6
IPCN excluant l'énergie	1,5	2,5	2,6	2,6	-	0,4	0,7
Echelle mobile des salaires	1,7	1,9	4,0	2,3	-	-	1,9
Coût salarial moyen	1,6	2,6	5,2	3,8	-1,1	-0,1	2,2
Emploi salarié	1,5	2,3	2,0	2,0	0,1	1,3	1,0
Taux de chômage ¹⁾	6,2	6,0	5,9	5,8	0,1	-0,4	-0,5

1) Version comptes nationaux.

Source : Statec, BCL

Marché de l'emploi et coûts salariaux

En écho à la reprise de l'économie, les perspectives sur le marché du travail ont continué à s'améliorer au cours des derniers mois. Après avoir nettement décéléré dans le sillage de la crise, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est établie à 2,2 % en avril 2011. Le rebond de l'emploi est surtout perceptible du côté de l'emploi frontalier, qui progresse de nouveau à un rythme plus élevé que l'emploi national. De son côté, l'emploi intérimaire continue sur sa voie ascendante. Au niveau sectoriel, seuls l'industrie et le secteur bancaire continuent de ponctionner la croissance de l'emploi. Cette tendance négative est néanmoins en nette décélération. Le taux de vacance d'emplois – soit le rapport entre le nombre d'emplois vacants et la somme du nombre d'emplois vacants et de postes pourvus – s'est aussi nettement amélioré en passant de 0,4 % en 2009 à 0,6 % en 2010 et 1,1 % en ce début d'année. Ces développements confirment le regain d'optimisme de la part des entreprises et ils suggéreraient même une accélération supplémentaire de l'emploi. Par ailleurs, le recours au chômage partiel a nettement baissé. Selon nos projections, la reprise de l'emploi devrait s'accélérer en 2011 avant de connaître une légère décélération en 2012.

La progression de l'emploi contribuerait à une diminution graduelle mais limitée du chômage au sens restreint. Le chômage touche en particulier les personnes âgées et à niveau de qualification inférieur. Or, du fait de l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail, ces personnes sont susceptibles de rencontrer davantage de difficultés à réintégrer le marché du travail. 25 % du total des chômeurs au sens restreint disposent d'une incapacité de travail partielle ou totale. Le chômage de longue durée continue d'ailleurs à progresser et représente désormais 40 % du nombre total de chômeurs. Néanmoins, si les perspectives pour le taux de chômage au sens restreint ne s'amélioreraient que marginalement, le taux de chômage au sens large, qui reprend aussi les personnes en mesures, pourrait baisser davantage. L'objectif des mesures pour l'emploi est de faciliter l'intégration des chômeurs au marché de l'emploi. Ces bénéficiaires de mesures figurent au premier rang des personnes susceptibles de bénéficier de la relance de la demande de travail.

La réaction de la composante « volume » du marché du travail se fera conjointement à celle du coût du travail. Sous l'effet de l'amélioration conjoncturelle, l'horizon de projection devrait être marqué par le retour graduel à une progression positive et tendancielle des salaires réels. A l'heure actuelle, les négociations salariales semblent encore se caractériser par un comportement prudent des partenaires sociaux. Cette retenue pourrait s'expliquer par un chômage qui demeure élevé et par une reprise économique qui reste marquée par une incertitude élevée. Par contre, pour 2012 et au-delà, peu d'informations sont disponibles à l'heure actuelle. L'incertitude quant à la conclusion d'un nouvel accord entre partenaires sociaux sur le report du

paiement de la tranche indiciaire en 2012 pourrait notamment retarder la conclusion des accords salariaux¹⁷. L'amélioration des perspectives sur le marché du travail accroîtrait le pouvoir de négociation des employés et leurs revendications salariales. L'accord salarial dans le secteur bancaire en atteste. La convention collective dans ce secteur prévoit une stagnation des salaires réels en 2011 et, à l'inverse, une progression de l'ordre de 2 % en 2012 et 2013 qui consacre en quelque sorte un retour à la moyenne historique. Les projections tiennent aussi compte de la hausse des cotisations sociales et de l'ajustement du salaire social minimum survenus en début d'année. Elles se basent également sur l'ajustement probable du salaire minimum réel en 2013. Par ailleurs, malgré l'incertitude quant à l'ajustement précis dans la fonction publique, les projections tablent sur une stagnation de la valeur du point indiciaire en 2011.

En 2011, la progression du coût salarial moyen serait en grande partie imputable à l'impact de l'indexation automatique des salaires à l'inflation. L'accord, conclu entre les partenaires syndicaux et le gouvernement, de reporter le paiement de la prochaine tranche indiciaire, dû pour mai 2011, à octobre 2011 a pour effet de freiner de 1,0pp la progression des salaires nominaux en 2011. Toutefois, en raison de son caractère temporaire, cette mesure contribue également à accélérer mécaniquement la hausse des salaires nominaux en 2012. Sur base des projections d'inflation actuelles, les échéances des prochaines tranches indiciaires seraient dues pour mars 2012 et avril 2013. En raison de la détérioration considérable du scénario d'inflation, ces paiements seraient donc nettement plus rapprochés que lors de l'exercice précédent. L'échelle mobile des salaires progresserait de 4,0 % en 2012, donc de 1,9pp de plus qu'anticipé en décembre 2010, et de 2,3 % en 2013. Dans le contexte d'un redressement graduel et modéré des salaires réels, la progression des salaires nominaux doublerait d'environ 2,6 % en 2011 à 5,2 % en 2012 pour revenir à 3,8 % en 2013.

Prix à la consommation

Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH s'accéléraient fortement en 2011, à respectivement 3,4 % et 3,7 %. Cette nette progression à des niveaux très élevés est aussi générale, puisqu'elle résulte des accélérations très nettes aussi bien des prix de l'énergie que des prix hors énergie. Par la suite, l'inflation globale se modérerait graduellement, autour de 2,3 % pour l'IPCN et de 2,4 % pour l'IPCH. Ce recul anticipé n'est toutefois que technique, car lié à l'hypothèse du reflux du prix du pétrole. Les prix de l'énergie stagneraient en 2012 et afficheraient une baisse en 2013. Hors énergie, l'inflation s'accroîtrait encore légèrement en 2012 et elle persisterait à des niveaux élevés en 2013, se situant autour de 2,6 % pour l'IPCN excluant l'énergie.

Comparé à l'exercice précédent, ces projections ont été fortement révisées à la hausse. En ce qui concerne l'IPCN, cette révision est de 1,1pp en 2011 et de 0,6pp en 2012. En 2011, l'ajustement est essentiellement attribuable à la révision des prix de l'énergie dans la foulée de l'envolée plus forte qu'escompté du prix du pétrole exprimé en euros. Pour 2012 cependant, la révision à la hausse est exclusivement attribuable à une dynamique plus forte des prix hors énergie. La révision à la hausse du niveau des prix en 2011 entraîne notamment le rapprochement des paiements des tranches indiciaires et une dynamique plus forte qu'anticipé de l'échelle mobile des salaires. Celle-ci nourrit à son tour l'inflation.

Les facteurs sous-jacents à la dynamique inflationniste sont multiples et ils divergent selon l'horizon de projection. Plusieurs facteurs inflationnistes ont émergé en 2010 et ils continuent à exercer un impact sur les prix à la consommation en 2011. La hausse du prix du pétrole - de presque 50 % depuis octobre 2010 - a entraîné une forte progression des prix de l'énergie. Les prix des matières premières agricoles se sont aussi envolés à des niveaux record depuis la mi-2010, mais leur impact sur les prix à la consommation tarde à se manifester. Il est admis que tels impacts se manifesteraient au cours de l'année. De surcroît, l'inflation dans la zone euro s'est accélérée. Elle a vraisemblablement influencé les prix au Luxembourg via le canal des importations de biens. Par contre, la position cyclique de l'économie luxembourgeoise n'exercerait qu'un impact limité sur l'inflation. La croissance économique serait certes proche de la croissance tendancielle, mais elle ne provoquerait guère à elle seule une accélération de l'inflation au-delà de la moyenne historique ou de celle des économies limitrophes en raison, notamment, du fort degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise. Finalement, le rehaussement des prix administrés au deuxième semestre 2010 et au début de l'année 2011 a exercé une influence considérable sur l'inflation globale.

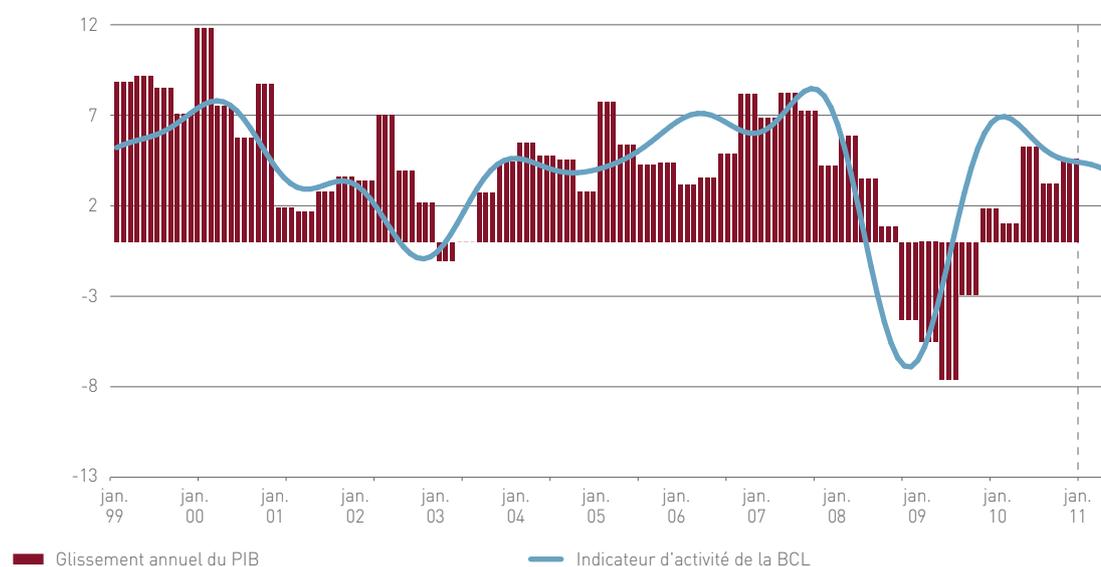
17 L'impact de l'échelle mobile des salaires sur la progression des salaires nominaux en 2012 sera fort différent selon qu'il y aura un report du paiement ou non. Afin d'éviter une hausse imprévue de leur coût salarial, les employeurs seraient susceptibles d'attendre la décision finale avant de s'engager dans des conventions collectives de type « salaire réel augmenté de l'échelle mobile des salaires ».

Une fois les chocs d'offre absorbés, l'inflation globale serait susceptible de reculer plus fortement. A moyen terme, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg et dans les pays limitrophes ne serait pas assez forte pour relancer l'inflation ou pour la maintenir à un niveau élevé. Vers la mi-2012 toutefois, les effets de second tour résultant de l'envolée du prix du pétrole lui donneraient une nouvelle impulsion. Le paiement de la tranche indiciaire de mars 2012 n'interviendrait que 6 mois après celui d'octobre 2011 et il propulserait la hausse nominale du coût salarial moyen à plus de 5 % en 2012. L'inflation de l'échelle mobile des salaires impacterait à son tour l'inflation des prix des autres biens et services. Elle perpétuerait leur dynamique à un niveau élevé et elle empêcherait aussi le recul de l'inflation globale en dessous des 2 %. L'inflation au Luxembourg ne convergerait donc pas vers l'inflation des pays limitrophes en raison de facteurs domestiques, et une inflation particulièrement élevée des prix des services ¹⁸.

Analyse des risques

L'indicateur d'activité n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. Cet indicateur, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, suggère que la croissance du PIB devrait rester dynamique en ce début d'année. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, la croissance du PIB en glissement annuel s'établirait dans une fourchette comprise entre +4,7 % et +6,5 % au premier trimestre 2011 (après +4,6 % au quatrième trimestre 2010). Autrement dit, le PIB croîtrait à un rythme trimestriel proche de 1,3 % (après +1,7 % au quatrième trimestre 2010). L'indicateur d'activité suggère que la croissance ralentirait au cours du deuxième trimestre 2011. Le glissement annuel du PIB pourrait s'établir dans une fourchette comprise entre +2,8 % et +6,5 %, ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle du PIB s'établissant autour de +0,5 %. L'acquis de croissance pour 2011 calculé à l'issue de ce second trimestre s'établirait dans ces conditions autour de +3,8 %. Ce dernier résultat laisserait augurer pour l'année 2011 une croissance quelque peu supérieure à celle qui résulte des projections macroéconomiques de juin 2011.

Graphique 1.20 : Indicateur d'activité de la BCL et glissement annuel du PIB



Sources : Statec, calculs BCL

Les projections macroéconomiques sont traditionnellement élaborées sur base de l'hypothèse d'une politique gouvernementale inchangée. Ce principe implique l'hypothèse de la réintroduction du mécanisme d'indexation automatique des salaires à partir de novembre 2011. Une modulation additionnelle telle que suggérée par l'accord entre le gouvernement et les représentants syndicaux ne fait donc pas partie du scénario de base. Il est évident que si un report du paiement de la tranche indiciaire - prévue actuellement pour mars 2012 - était décidé, alors nos projections de l'échelle mobile des salaires, des salaires nominaux,

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

et par conséquent aussi de l'inflation globale seraient biaisées à la hausse. Dans un tel contexte, la détérioration de la position compétitive de l'économie serait également moins sévère.

Le scénario actuel pour l'Union européenne fait état d'une amélioration des déficits publics sur toute la période de prévision dans la plupart des pays européens. Tous les pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire, qui font partie intégrante des prévisions. Cependant, par rapport aux projections de finances publiques figurant dans leurs Programmes de stabilité, plusieurs pays devront nécessairement consentir des efforts additionnels. Aucun pays n'atteindrait l'équilibre budgétaire d'ici 2012 selon ces Programmes. Selon la Commission européenne, le déficit public dans la zone euro pourrait se chiffrer encore à 3,5 % du PIB en 2012. Aux Etats-Unis, il avoisinerait 9 % du PIB. Au Luxembourg, le gouvernement a annoncé dans sa 12^e actualisation du Programme de Stabilité que des mesures de consolidation additionnelles pourraient être préparées en 2012 et mises en œuvre en 2013 et 2014. Ces ajustements des recettes et des dépenses, au Luxembourg comme dans le reste de l'Union européenne ainsi qu'aux Etats-Unis, qui ne sont précisément pas intégrés au scénario de base, pèseront inévitablement sur la croissance économique. Il est admis que les multiplicateurs budgétaires sont généralement faibles dans les économies très ouvertes. La consolidation fiscale au Luxembourg n'aurait de ce fait qu'un impact limité sur la croissance économique. L'incidence potentielle de la consolidation budgétaire sur l'activité au Luxembourg émane davantage de la probable synchronisation de la correction des déficits publics au niveau européen, voire dans l'ensemble des pays développés. Les impacts à la baisse sur la croissance économique dans l'ensemble de ces pays risquent de se combiner et d'affecter négativement l'économie luxembourgeoise par le biais du commerce international.

Malgré les difficultés ayant affecté le secteur bancaire luxembourgeois lors de la crise financière, ce secteur semble à ce stade avoir limité les dégâts. Il demeure cependant confronté à un renforcement de la régulation et de la supervision bancaire. L'impact défavorable des changements futurs sur la place financière pourrait affecter davantage le potentiel de croissance du Luxembourg qu'il ne l'est admis dans le scénario sous-jacent. Si les impacts défavorables sur les activités de la place financière ne se sont pas encore manifestés, on ne peut conclure que le Luxembourg en soit sorti totalement indemne. Certains impacts risquent d'émerger à un horizon plus lointain car la réglementation additionnelle ne sera implémentée que de manière graduelle d'ici 2019.

Comparaison avec d'autres institutions

Les projections de la BCL font partie intégrante des exercices de projection de l'Eurosystème. Elles sont basées sur un jeu d'hypothèses et sur un ensemble de principes communs, un cadre qui permet d'assurer la cohérence des projections macroéconomiques entre banques centrales de la zone euro. Le FMI, l'OCDE, la Commission européenne et le STATEC (le Gouvernement) publient aussi des projections pour le Luxembourg. Ces projections ne sont pas strictement comparables à celles de la BCL. Hormis des différences sur les hypothèses de base et les principes sous-jacents, ces projections peuvent aussi se distinguer par leur date de finalisation ainsi que le jugement exprimé par l'institution. La date de finalisation est importante, car la prise en compte de données plus récentes peut influencer le jugement de la situation actuelle.

Les projections de la BCL se distinguent essentiellement sur deux points des autres institutions. D'une part, le profil de croissance du PIB réel escompté par les autres institutions paraît moins irrégulier que celui de la BCL. La BCL estime par ailleurs que la croissance à court terme est relativement plus dynamique. Dans les deux cas, la source de la divergence pourrait être la prise en compte du diagnostic tel qu'il découle des comptes nationaux trimestriels et des indicateurs conjoncturels. D'autre part, le scénario d'inflation et des salaires nominaux escompté pour le moyen terme est nettement moins favorable dans le scénario de la BCL. Dans ce dernier scénario, l'inflation au Luxembourg resterait nettement supérieure à celle des pays voisins. Logiquement, la progression de l'échelle mobile des salaires serait également plus élevée. Des divergences affectant la prise en compte de l'effet d'auto-allumage tel qu'il résulterait notamment du rapprochement du paiement des tranches indiciaires constituent vraisemblablement un facteur explicatif important des écarts précités.

1.2.7 Le commerce extérieur

Le commerce extérieur du Luxembourg a repris de la vigueur depuis le début de l'année 2010, après avoir lourdement subi les effets négatifs de la crise économique mondiale entre les derniers trimestres de 2008 et 2009. Sur l'ensemble de l'année 2010, soutenues par l'amélioration de la conjoncture économique mondiale, les exportations et les importations de biens ont augmenté de respectivement 14,7% et de 16% par rapport à leurs niveaux de l'année 2009. Les échanges de biens n'ont toutefois pas encore atteint leurs niveaux d'avant la crise. Quant au solde du commerce extérieur, il a retrouvé sa tendance d'avant la crise, à savoir un creusement de son déficit. Ce dernier a atteint près de 5 milliards d'euros (+18,6%) sur toute l'année 2010. Cette aggravation s'explique par une détérioration des termes de l'échange et notamment par l'acquisition exceptionnelle d'un bien d'équipement (satellite).

L'évolution des indices moyens des prix met en exergue une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation qui, avec un taux de croissance de 2% en 2010, ont progressé à un rythme inférieur aux prix à l'importation (+5%). En conséquence les termes de l'échange se sont détériorés de 3% en 2010, essentiellement suite à la remontée du prix du pétrole et des autres matières premières, depuis le creux atteint au dernier trimestre de 2008. Les indices moyens des volumes du commerce calculés sur toute l'année 2010 mettent quant à eux en exergue une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+14%) qu'à l'importation (+11%).

La ventilation du commerce par catégories de biens montre que l'amélioration des exportations provient en grande partie des produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 25% sur toute l'année 2010. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées, à l'exception du matériel de transport (-3%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 14% en 2010. Les livraisons vers l'Asie ont progressé de 31% tandis que celles à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont baissé de 4%.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 23% sur toute l'année 2010. Toutes les autres catégories de biens importés sont également en hausse (+22% dans le matériel de transport suite à l'acquisition d'un satellite, +7% dans les machines et équipement, notamment). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (90% de toutes les importations) se sont accrues de 16%, tandis que celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont augmenté de respectivement 7% et de 39%.

Tableau 1.18 : Commerce extérieur du Luxembourg (valeur en millions d'euros et variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2005	10 319,4	5,5%	14 187,1	3,7%	-3 867,7	-0,6%
2006	11 306,9	9,6%	15 644,1	10,3%	-4 337,2	12,1%
2007	11 848,6	4,8%	16 311,0	4,3%	-4 462,3	2,9%
2008	11 890,4	0,4%	17 290,3	6,0%	-5 399,9	21,0%
2009	9 162,5	-22,9%	13 370,7	-22,7%	-4 208,2	-22,1%
1 ^{er} trim	2 245,2	-26,7%	3 307,5	-19,5%	-1 062,3	1,6%
2 ^e trim.	2 167,6	-32,8%	3 215,2	-29,2%	-1 047,6	-20,5%
3 ^e trim.	2 393,1	-21,3%	3 220,2	-29,3%	- 827,1	-45,3%
4 ^e trim.	2 356,7	-8,0%	3 627,8	-11,2%	-1 271,1	-16,6%
2010	10 511,8	14,7%	15 504,4	16,0%	-4 992,6	18,6%
1 ^{er} trim	2 460,4	9,6%	3 562,7	7,7%	-1 102,3	3,8%
2 ^e trim.	2 740,0	26,4%	4 180,4	30,0%	-1 440,4	37,5%
3 ^e trim.	2 633,2	10,0%	3 700,2	14,9%	-1 067,0	29,0%
4 ^e trim.	2 678,2	13,6%	4 061,1	11,9%	-1 382,9	8,8%

Source : Statec

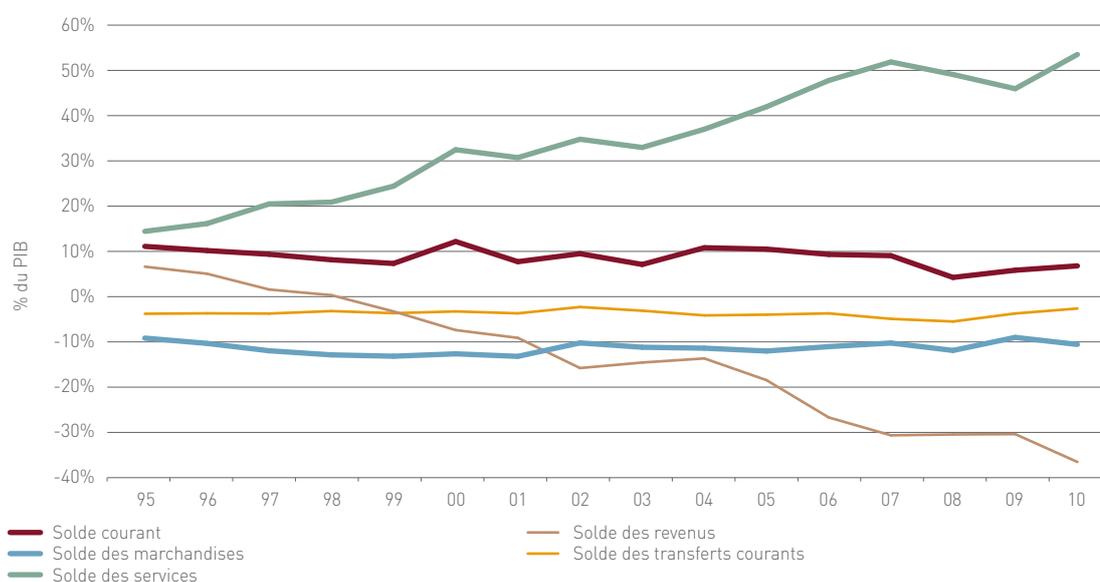
1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Compte courant

La balance courante s'est soldée par un excédent de 3,2 milliards d'euros sur toute l'année 2010, soit 8 % du PIB nominal, contre 2,6 milliards d'euros en 2009 (7 % du PIB). Cette amélioration provient largement d'une embellie des exportations nettes de services, en particulier les services financiers, qui traditionnellement apportent une contribution très significative au surplus de la balance courante du Luxembourg. Les autres services se sont également bien portés, leur surplus ayant globalement progressé de 13 % par rapport à l'année 2009. Parmi ces derniers, ce sont les services d'assurance, de publicité, de transport des marchandises et de voyages qui se sont redressés significativement. Le surplus total des services s'élève ainsi à 22,7 milliards d'euros en 2010 (55 % du PIB), dont 16,7 milliards pour les exportations nettes de services financiers.

Les déficits structurels des marchandises et des revenus se sont en revanche accrus sensiblement en 2010, en atteignant respectivement près de 4 milliards d'euros (10 % du PIB) et près de 15 milliards d'euros (36 % du PIB). L'aggravation du déficit des marchandises résulte en grande partie d'une détérioration des termes de l'échange et d'une acquisition d'un satellite, qui se sont traduites par un accroissement du déficit des marchandises du commerce général. A cela s'ajoute la baisse sensible du surplus des opérations sur or non-monnaire. Le solde négatif de la balance des revenus s'est lui aussi largement accru en 2010 (+32 %, à 14,8 milliards d'euros). Si le déficit structurel de la rémunération des salariés a connu une croissance modérée (+3,7 %, à 6,6 milliards d'euros), dans un contexte marqué par une forte décélération de la croissance de l'emploi frontalier, la hausse des dividendes et intérêts versés aux non-résidents a en revanche occasionné une aggravation du déficit du revenu des investissements (+69 % à 8,2 milliards).

Graphique 1.21 : Évolutions de l'excédent courant et de ses principaux soldes en % du PIB



Sources : BCL, Statec

L'amélioration du solde courant enregistrée en 2010 reflète la reprise de l'activité économique mondiale ainsi que la consolidation des cours boursiers sur les marchés financiers internationaux, après l'intensification de la crise financière internationale fin 2008 et début 2009. Sans pourtant atteindre les niveaux d'avant la crise pour l'économie luxembourgeoise, l'excédent courant dégagé en 2010 (8 % du PIB pour rappel, après 7 % en 2009 et 5 % en 2008) est clairement en dessous de sa moyenne historique, qui se situe autour de 10 % du PIB sur la période avant la crise (1995-2007). En effet, au cours de deux dernières décennies, le Luxembourg a enregistré des larges excédents dans sa balance des transactions courantes. Ces excédents affichent toutefois une tendance baissière manifeste au fil du temps, reflétant dans une certaine mesure la perte de compétitivité-coûts de l'économie luxembourgeoise. La détérioration brutale en 2008 (une chute de moitié par rapport à l'année précédente) était quant à elle largement induite par la crise financière internationale, qui a négativement affecté les exportations de services financiers. Par la suite, le redressement des marchés

financiers depuis le second semestre de 2009 et la reprise de l'économie mondiale se sont traduits par une reprise des exportations de biens et services du Luxembourg. Notons toutefois que la reprise des exportations nettes de services financiers est allée de pair avec un accroissement du déficit des revenus d'investissements, dont le niveau record a atteint 20 % du PIB en 2010. Cette évolution négative est en grande partie due à une forte hausse des autres engagements (emprunts) des OPC (voir à ce propos une analyse publiée dans le Bulletin BCL 2008/1, p.91).

1.2.8.2 Compte financier de la balance des paiements

Les sorties nettes de capitaux ont atteint 2,8 milliards d'euros en 2010, contre 2,4 milliards en 2009. En 2010, le niveau des sorties nettes est en ligne avec les observations antérieures enregistrées depuis 2002. Dans les différentes composantes du compte financier, les flux d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et de produits dérivés se sont soldés en 2010 par des entrées nettes respectives de 16,7 milliards d'euros, de 31 milliards et de 3,7 milliards. Ces entrées nettes sont compensées par des sorties nettes de 54 milliards dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques).

En 2010, les entrées nettes d'investissements directs (16,7 milliards) s'expliquent par quelques importantes opérations en capital social qui ont servi partiellement à rembourser des prêts intra-groupes.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 90,6 milliards d'euros sur toute l'année 2010, contre 43 milliards en 2009. Du côté des avoirs, les résidents ont diminué leurs investissements dans les actions étrangères, qui ont totalisé 46 milliards en 2010 contre 63 milliards en 2009. Du côté des engagements, les non-résidents ont augmenté plus que proportionnellement leurs investissements dans les actions luxembourgeoises, essentiellement les parts d'OPC (+136 milliards en 2010, contre +107 milliards en 2009).

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 43 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement en obligations, tout en vendant des instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois se sont caractérisées par des ventes nettes (sorties de 16,6 milliards exclusivement dans les titres à long terme). Au total, les transactions sur titres de créance se sont soldées par des sorties nettes de 59,4 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 54 milliards d'euros sont liées à une hausse des avoirs nets des institutions financières monétaires (y compris la BCL, à concurrence de 15 milliards) et des avoirs nets des autres secteurs (25 milliards).

Encadré 1.5:

TITRES DE CRÉANCE ÉMIS PAR L'ETAT LUXEMBOURGEOIS: VENTILATIONS SECTORIELLE ET GÉOGRAPHIQUE DES DÉTENTEURS

L'Etat luxembourgeois est retourné fin 2009 en tant qu'émetteur sur les marchés financiers. Dès lors, l'Etat a fait deux émissions pour un montant nominal total de 4 milliards d'euros. L'objet du présent encadré est de présenter, pour chacune des deux émissions, la structure des détenteurs et, notamment la partie des émissions détenue par les investisseurs non-résidents.

La BCL dispose, par le biais de son système de collecte titre par titre, d'informations statistiques permettant d'estimer la quote-part du total nominal des émissions détenues par des investisseurs

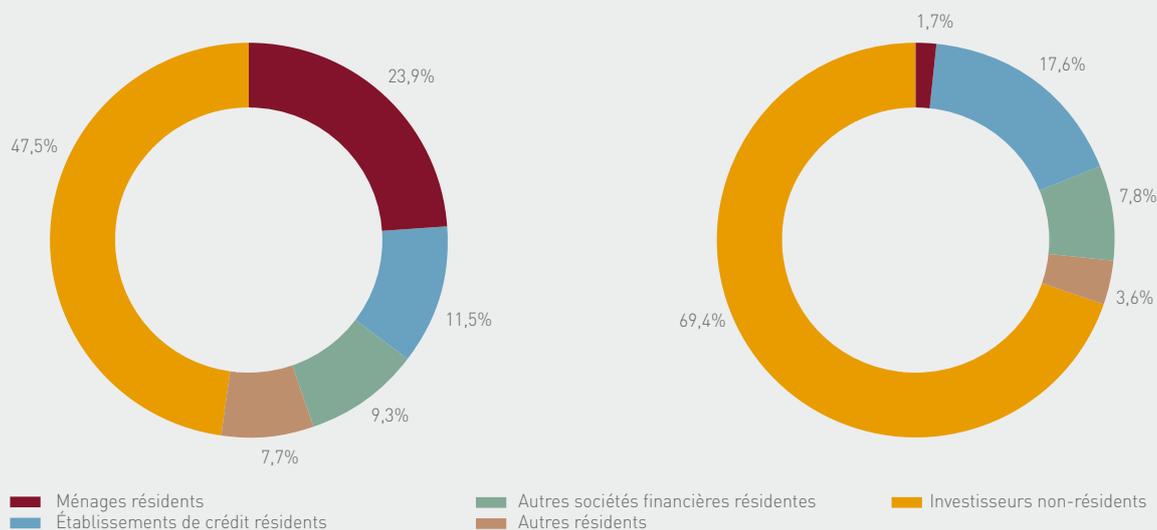
non-résidents. Ces sources ne donnent néanmoins pas la possibilité de connaître le pays de résidence de l'investisseur ou son secteur d'activité. Par contre, pour les détenteurs résidents, ce système de collecte offre la possibilité de déterminer les montants détenus par les différents secteurs économiques.

La première émission, de fin 2008, de l'Etat luxembourgeois a été établie comme une émission grand-public. A l'opposé, la deuxième émission, de mai 2010, visait plutôt les investisseurs institutionnels. Cette stratégie explique largement les structures divergentes des investisseurs, que ce soit en termes géographiques ou sectoriels.

Ainsi, selon les informations arrêtées à la fin 2010, 48% du total de l'émission en valeur nominale de l'emprunt grand-public de décembre 2008 serait détenu par des contreparties non-résidentes, 24% par des ménages luxembourgeois et 21% par des sociétés financières résidentes.

Pour l'émission de mai 2010 visant en priorité les institutionnelles, 69% des détenteurs seraient des non-résidents et 25% des sociétés financières établies au Luxembourg. La quote-part détenue par des ménages résidents était marginale.

Graphique 1: Ventilations géographique et sectorielle des détenteurs des titres émis par l'Etat luxembourgeois (situation fin 2010)



Source : BCL

Il est également intéressant de noter que, selon le communiqué de presse du 12 mai 2010 de la Trésorerie d'État, les principaux pays étrangers détenteurs de ce deuxième titre étaient la France (18%), l'Allemagne (15%) et la Belgique (10%). Ces proportions peuvent évidemment avoir changé entre la date d'émission et la fin 2010.

Finalement, 59% de la valeur nominale de la dette émise sous forme de titre de créance par l'Etat luxembourgeois est détenue par des investisseurs étrangers. Ce pourcentage relativement élevé est

toutefois comparable aux situations observées en France et en Belgique. Ainsi, en France, le taux de détention des titres de la dette publique par les non-résidents s'établit à 68% fin 2009 et à 65% fin 2008 (Cfr Banque de France, Balance des paiements et position extérieure, Rapport annuel 2009, p.69). Pour la Belgique, la part détenue à l'étranger des obligations linéaires émises par l'État belge est de 58% au 30 septembre 2009 et de 55% en septembre 2010 (Cfr Banque nationale de Belgique, Evolutions économiques en Belgique, Rapport annuel 2010, p.107).

1.2.9 Les finances publiques

1.2.9.1 Situation budgétaire : une vue d'ensemble

L'année 2010 s'est caractérisée par trois phénomènes d'importance en matière de finances publiques. Premièrement, lors de son discours du 5 mai 2010 sur l'Etat de la Nation, le Premier Ministre luxembourgeois a annoncé une série de mesures de consolidation budgétaire que le Gouvernement comptait adopter dans le cadre du Budget 2011.

Deuxièmement, le Budget 2011 a été voté en décembre 2010, seule une partie des mesures présentées en mai ayant finalement été adoptée. Il s'agit, du côté des dépenses, du maintien de l'investissement public (de l'Administration centrale) au niveau enregistré en 2009, de la réduction des frais de fonctionnement de l'Etat, de la réduction des transferts aux ménages et de la réduction globale de 10% des subventions aux entrepri-

ses. En ce qui concerne les recettes, ces mesures portent sur un relèvement du taux marginal maximal de l'impôt sur le revenu et du taux de l'impôt de solidarité ainsi que sur l'introduction d'un prélèvement de crise. Selon les estimations de la BCL, considérées dans leur ensemble, les mesures discrétionnaires se chiffrent à environ 0,8% du PIB en 2011¹⁹. Ces mesures devraient continuer à produire leurs effets en 2012.

Finalement, le solde des Administrations publiques luxembourgeoises s'est détérioré par rapport à 2009. Elles accusent en effet un déficit de 1,7% du PIB en 2010, alors qu'elles présentaient un déficit de 0,7% du PIB en 2009. Néanmoins, en raison d'une conjoncture macroéconomique favorable, ce déficit est inférieur à celui prévu dans la 11^{ème} actualisation du Pacte de Stabilité, publiée en janvier 2010. Cette actualisation tablait en effet sur un déficit de 3,9%.

1.2.9.2 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé une remontée en 2009, après une période de trois années consécutives de stagnation, le ratio des recettes au PIB a de nouveau affiché un sensible recul en 2010 et a atteint son niveau le plus bas depuis l'établissement des comptes SEC95. Toutes les catégories de recettes ont contribué à cette baisse du ratio, qui s'explique essentiellement par une croissance élevée du PIB nominal induisant un puissant « effet dénominateur ». Selon les comptes nationaux publiés en avril 2011, après une décroissance de 4% en 2009, le PIB nominal se serait en effet accru de 9,3% en 2010 sous l'effet notamment d'une forte progression du déflateur.

En termes nominaux, les recettes des administrations publiques auraient en définitive fait preuve d'un dynamisme inattendu, avec un taux de croissance de 4,6% alors qu'elles enregistraient une baisse de 0,5% en 2009. La 11^{ème} actualisation du Pacte de Stabilité de janvier 2010 prévoyait d'ailleurs une baisse des recettes totales pour l'exercice 2010. L'année 2010 s'est avérée moins négative qu'escompté en raison notamment d'une conjoncture économique plus favorable que prévu.

Tableau 1.19 : Recettes de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	Données officielles avril 2011						Projections BCL juin 2011		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Impôts directs	13,6	13,0	13,0	13,3	13,8	13,3	13,4	13,3	13,0
dont à charge des ménages	7,8	8,1	7,8	8,2	8,4	8,2	8,6	8,9	8,9
dont à charge des sociétés	5,8	5,0	5,3	5,1	5,5	5,1	4,8	4,4	4,1
Impôts indirects	13,2	12,6	12,4	11,7	11,7	11,4	11,2	11,0	10,7
Cotisations sociales	11,3	10,8	10,7	10,8	12,0	11,4	11,4	11,6	11,6
Autres recettes	3,4	3,6	3,7	4,0	3,7	3,4	3,3	3,2	3,2
Recettes totales	41,5	39,9	39,8	39,8	41,3	39,5	39,2	39,1	38,5
Croissance nominale des recettes totales (%)	10,5	7,7	10,3	5,7	-0,5	4,6	5,9	5,3	4,4

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

Selon les projections de la BCL, le ratio des recettes des Administrations publiques au PIB serait pratiquement inchangé en 2011. Les mesures de consolidation adoptées dans le budget 2011 et le rehaussement au 1^{er} janvier 2011 des contributions sociales de santé contribueraient certes à augmenter le ratio de recettes. En outre, les taxes sur l'énergie devraient être favorisées par des prix pétroliers élevés. Ces effets favorables, du point de vue des recettes, seraient cependant neutralisés par les traditionnels décalages dans la perception des impôts directs à charge des sociétés (espacement entre la collecte des impôts et l'exercice d'imposition auquel se rapportent ces recettes), qui affecteraient négativement les recettes en 2011 dans le sillage de la crise économique et financière. Ces effets de retard continueraient au demeurant à peser sur les recettes en 2012 et en 2013. De surcroît, le ratio des impôts indirects déclinerait sensiblement au cours de ces deux années, sous l'effet d'une consommation privée moins dynamique que le PIB.

19 Voir l'avis sur le projet de Budget 2011 pour plus de détails.

1.2.9.3 Les dépenses

L'année 2010 s'est caractérisée par une contraction du ratio des dépenses au PIB. Celui-ci est en effet passé de 42,2% du PIB en 2009 à 41,2% en 2010, soit un chiffre toujours supérieur à la moyenne des cinq dernières années. Comme expliqué ci-dessus sur le versant des recettes, le PIB nominal a cependant enregistré une progression de 9,3% en 2010, ce qui tronque quelque peu l'analyse des ratios. La baisse du ratio en 2010 ne résulte donc pas d'une meilleure maîtrise des dépenses. Bien qu'en décélération par rapport à 2008 et 2009, la croissance nominale des dépenses s'est en effet élevée à 6,8% en 2010. Ce dernier taux reste très conséquent par rapport aux taux observés dans les pays voisins.

Les projections laissent augurer une légère baisse du ratio des dépenses en 2011 qui augmenterait cependant quelque peu en 2012 et en 2013. Cette diminution de 2011 est principalement due aux mesures de consolidation adoptées dans le budget 2011 et à l'amélioration de la conjoncture économique. Le ratio se maintiendrait à un niveau légèrement supérieur en 2012 et 2013 en raison de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels et à une augmentation soutenue des dépenses de rémunération. Cette dernière évolution est principalement le résultat du mécanisme d'indexation automatique.

Les projections aboutissent par ailleurs à une stabilisation du ratio d'investissements publics au PIB en 2012 et 2013.

La croissance nominale des dépenses devrait à nouveau progresser en 2012, pour atteindre 6%. Une consolidation des dépenses demeure plus que nécessaire, afin de diminuer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et afin de faire face aux problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise est confrontée ou sera confrontée dans les années à venir (notamment vieillissement de la population, chômage structurel élevé, marges de manœuvre permettant de pallier la vulnérabilité propre à une petite économie ouverte). Un encadré repris ci-dessous fait le point sur la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises, qui est pour le moins compromise.

Tableau 1.20 : Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	Données officielles avril 2011						Projections BCL juin 2011		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Transferts sociaux	20,5	19,3	18,3	18,9	21,8	20,9	20,5	20,6	20,6
Investissements publics	4,5	3,6	3,3	3,2	3,7	4,1	3,6	3,6	3,6
Dépenses de consommation ¹⁾	11,3	10,4	10,0	10,3	11,6	11,2	11,0	11,3	11,4
Subsides ²⁾	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
Autres dépenses	3,6	3,7	3,1	3,0	3,6	3,5	3,6	3,5	3,4
Dépenses totales	41,5	38,6	36,2	36,9	42,2	41,2	40,3	40,4	40,4
Croissance nominale des dépenses totales	7,6	4,1	3,7	7,8	9,9	6,8	4,2	6,0	5,8

1) Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

2) A l'exclusion des transferts en capital.

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

1.2.9.4 Les capacités ou besoins de financement

Les soldes des administrations publiques résultent de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses commentés supra. Après trois années de surplus budgétaires non négligeables, 2009 a vu l'émergence d'un déficit, qui s'est encore nettement accru en 2010 pour atteindre 1,7% du PIB. Si ce déficit demeure inférieur au seuil de référence de 3%, il n'en constitue pas moins le plus mauvais résultat depuis l'établissement des comptes SEC95 (période 1995-2010). Dans ses projections de décembre 2010, la BCL tablait quant à elle sur un déficit de 1,77% du PIB en 2010, soit une estimation très proche du déficit définitif.

L'analyse du solde budgétaire par sous-secteurs de l'Administration publique montre que le déficit est imputable à l'Etat central défini au sens large, c'est-à-dire après consolidation avec les opérations des fonds spéciaux et de certains établissements publics de l'Etat central au sens strict. Le déficit de l'Administration centrale s'est accentué en 2010, pour atteindre 3,2% du PIB. La sécurité sociale avec un surplus de 1,5%

du PIB, contribue par contre de manière positive au solde budgétaire consolidé de l'Administration publique. Finalement, le solde des Administrations locales s'est amélioré et avoisine l'équilibre en 2010.

Selon les projections, le déficit budgétaire diminuerait à 1 % du PIB en 2011. Ce résultat s'explique en grande partie par l'amélioration du solde budgétaire de l'Administration centrale et dans une moindre mesure par un léger surplus des Administrations locales, qui se chiffrerait à 0,1 % du PIB. Le solde budgétaire de la sécurité sociale resterait stable.

Si une évolution positive du solde budgétaire est prévue pour 2011, une nouvelle augmentation du déficit est attendue en 2012 et 2013. Il passerait en effet de 1,3 % du PIB en 2012 à 1,8 % du PIB en 2013. Le surplus de la sécurité sociale diminuerait légèrement sur cette période alors que celui des Administrations locales se maintiendrait à son niveau de 2011. Par conséquent, l'augmentation du déficit sur la période projetée s'expliquerait par la forte dégradation du solde de l'Administration centrale, dont le déficit atteindrait 2,9 % du PIB en 2012 et 3,4 % en 2013.

Une augmentation toujours élevée des dépenses de l'Administration centrale serait la cause première de ce dérapage. En deuxième lieu, comme mentionné ci-dessus, les impôts directs à charge des sociétés subiraient avec retard l'impact négatif de la crise, tandis que les impôts indirects seraient affectés par une consommation privée moins dynamique que le PIB.

Le déficit structurel des Administrations publiques s'élèverait à 0,5 % en 2011. En l'absence de nouvelles mesures d'ajustement, il augmenterait d'environ 0,5 % du PIB tant en 2012 qu'en 2013, pour atteindre 1,6 % du PIB en 2013.

Tant la 12^{ème} actualisation du Programme de Stabilité que les projections de la BCL laissent augurer la persistance de déficits de l'Administration publique au cours des prochaines années, malgré les mesures de consolidation annoncées par le Premier Ministre le 5 mai 2010. Ceci amène à constater que ces mesures de consolidation ne seront probablement pas suffisantes pour atteindre l'objectif de moyen terme fixé à 0,5 % du PIB et que d'autres mesures devront déjà être prises dans la revue à « mi-parcours » prévue en 2012. Ce point sera plus amplement détaillé dans l'encadré 1.7.

Tableau 1.21 : Soldes budgétaires de l'Administration publique et de ses sous-secteurs
(en % du PIB sauf mention contraire)

	Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)								
	Données officielles avril 2010						Projections BCL juin 2010		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ensemble des administrations publiques	0,0	1,4	3,7	3,0	-0,9	-1,7	-1,0	-1,3	-1,8
dont Etat central	-1,2	-0,6	0,9	-0,2	-2,7	-3,2	-2,7	-2,9	-3,4
dont communes	-0,3	0,2	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
dont sécurité sociale	1,5	1,8	2,3	2,7	1,9	1,5	1,5	1,5	1,4
Programme de stabilité Avril 2011	--	--	--	--	--	--	-1,0	-1,5	-1,2
Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2010	--	--	--	--	--	-1,77	-1,25	-1,85	--
	Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques								
Estimation de juin 2011 de la BCL ¹⁾	0,4	1,5	3,0	1,9	-0,8	-1,4	-0,5	-1,0	-1,6
Estimation Programme de stabilité Avril 2011						-0,4	0,1	-0,8	-1,1

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

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

1.2.9.5 La dette publique

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des récentes années, le ratio de dette au PIB des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette en 2008, de quelque sept points de pourcentage, pour s'inscrire à 13,6 % au 31 décembre 2008. Cette évolution reflète pour l'essentiel, à hauteur de 2 milliards d'euros, l'émission d'un emprunt destiné à rétablir la situation financière

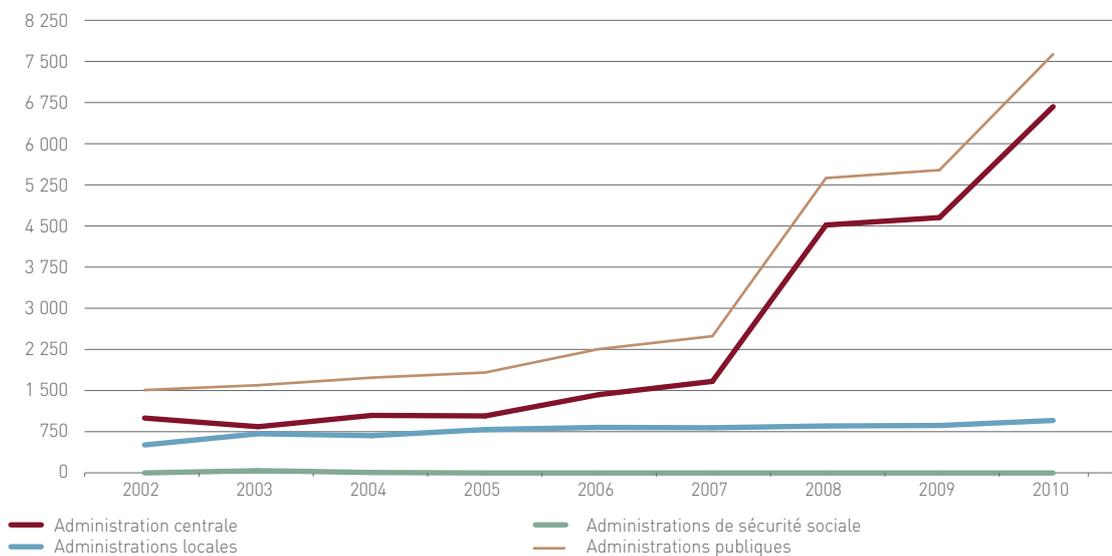
de Fortis Banque Luxembourg²⁰. Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le Gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros, pour le financement d'investissements en infrastructures à effectuer par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes.

En ce qui concerne l'exercice 2009, le ratio a quelque peu augmenté, puisqu'il est passé de 13,6% en 2008 à 14,6% en 2009. Cette hausse est principalement le reflet d'une diminution marquée du PIB nominal (effet dénominateur), la dette n'augmentant que modestement en termes nominaux.

L'année 2010 s'est quant à elle caractérisée par une nouvelle et sensible augmentation du ratio de la dette, qui s'est établi à 18,4% du PIB à l'issue de l'année. Cette évolution s'explique par le lancement, au mois de mai 2010, d'un nouvel emprunt obligataire par le Gouvernement luxembourgeois pour un montant total de deux milliards d'euros assorti d'un « coupon » de 3,375%. Cet emprunt, qui arrivera à maturité le 18 mai 2020, englobe les emprunts non utilisés en 2009, portant sur un montant total de 200 millions d'euros, en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes et le même montant en faveur de ces mêmes fonds relatif à l'exercice 2010. Le graphique suivant montre que c'est l'Administration centrale qui a pour l'essentiel contribué à l'accroissement de l'endettement.

Le ratio de la dette publique au PIB continuera à augmenter en 2011 et 2012. Cette augmentation continue s'explique principalement par les emprunts supplémentaires que le Gouvernement devra contracter pour financer les déficits de l'Etat central projetés pour cette période. A cela s'ajoutent les emprunts en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes programmés pour les exercices 2011 et 2012. Le ratio de la dette publique au PIB se chiffrerait à respectivement 18,6% et 21% du PIB en 2011 et 2012 selon les projections. L'année 2013 se caractériserait également par un accroissement du ratio de la dette publique au PIB qui atteindrait 22,6%.

Graphique 1.22 : Contribution des sous-secteurs des administrations publiques à la dette publique consolidée (en millions d'euros)



Sources : Statec, calculs BCL

Une grande vigilance est de mise en ce qui concerne l'évolution de la dette publique, en raison notamment de la détérioration projetée de la situation du régime général de pension. A travers ses diverses publications, la BCL, rejointe en cela par diverses institutions internationales (FMI, OCDE, Commission européenne, ...), a mis en avant à de nombreuses reprises la nécessité de réformer le régime de pension. Les propositions de réformes présentées au mois de mars et qui doivent encore faire l'objet de discussion avec les partenaires

20 L'opération Fortis Luxembourg a exercé un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008 (transaction assimilée à une opération financière n'affectant pas le solde, conformément aux règles régissant la comptabilité SEC 95).

sociaux constituent une avancée mais ne seront pas suffisantes pour faire face aux dépenses considérables liées au vieillissement de la population dans les prochaines années²¹.

Il convient également de garder en mémoire que s'agissant d'une petite économie ouverte, le Luxembourg reste particulièrement exposé aux chocs externes, ce qui rend d'autant plus importante la maîtrise de la dette publique. Il est essentiel de garder un endettement faible, voire des réserves éventuelles, afin de disposer d'une marge de manœuvre en cas de retournement de conjoncture inattendu.

Finalement, seule une stratégie jouant simultanément sur deux registres, à savoir l'assainissement de l'Administration centrale et des mesures structurelles dans le domaine de la sécurité sociale, permettra au Luxembourg d'assurer la soutenabilité à terme de ses finances publiques.

A noter que le Premier Ministre, dans le discours sur l'état de la Nation d'avril 2011, a annoncé un certain nombre de mesures ayant un impact (positif ou négatif) sur le budget de l'Etat. Cependant, aucune quantification budgétaire et aucun calendrier de mise en œuvre n'ont été établis. Il s'agit notamment de mesures d'aides indirectes aux populations vulnérables, de promotion de l'efficacité énergétique et de la construction selon des critères écologiques et de la promotion d'une meilleure réconciliation entre vie professionnelle et vie familiale par le biais de la création de 8 000 placements supplémentaires dans des crèches ou maisons de relais. Une réforme de la fonction publique est également envisagée.

21 Voir également l'encadré 1.7 du présent rapport.

Encadré 1.6:

IMPERFECTIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL ET RÉFORMES DES PENSIONS

Baisse de la natalité, hausse de la longévité et vieillissement de la génération « baby-boom », tout cela contribue et contribuera à la hausse du taux de dépendance des personnes âgées (nombre d'individus de 65 ans et plus par rapport au nombre d'individus de 20 à 64 ans) dans nos pays européens. L'essentiel de cette hausse du taux de dépendance devrait avoir lieu d'ici 2050 et cela soulève beaucoup de questions sur le financement futur de nos systèmes de pensions par répartition (les retraites sont financées par des cotisations basées sur les revenus professionnels des travailleurs actuels). De nombreux pays ont d'ailleurs déjà réformé leur système de pension. D'autres sont en train - ou tentent - de le faire.

Il est donc évident qu'une bonne compréhension de l'incidence de ces chocs démographiques ainsi que des effets potentiels d'un changement du système de pension est nécessaire - voire même indispensable. Seul le recours à un modèle d'équilibre général permet d'apprécier ces incidences dans toute leur globalité, à travers une prise en compte suffisamment exhaustive des interactions entre les agents économiques. En outre, un modèle réaliste doit inclure un marché du travail non compétitif (c'est-

à-dire avec « frictions »), principalement lorsque l'on veut représenter une économie européenne où le marché de travail est fortement institutionnalisé, ce qui affecte les processus de création et de destruction d'emplois.

Vieillesse, frontaliers et réformes au Luxembourg

Au Luxembourg, le vieillissement de la population résidente se combinera au vieillissement des travailleurs frontaliers et la question du financement des - futures - pensions se doit d'être étudiée dès aujourd'hui. Ainsi, une étude européenne (European Commission, 2009) avec participation de l'IGSS indique que le déficit budgétaire additionnel, hors charge d'intérêts et par rapport à l'année 2007, généré par le vieillissement de la population au Luxembourg sera de 1% du PIB en 2020, de 16% en 2050 et de 18% en 2060 (voir Table 1, ligne « vieillissement EC »), soit les plus fortes hausses dans l'Union. Nous utilisons le modèle LOLA (modèle d'équilibre général avec frictions sur le marché du travail, développé à la BCL, voir Pierrard et Sneessens (2009) pour une présentation détaillée) pour également tenter de quantifier ces effets du vieillissement et nous obtenons des résultats assez proches de ceux de la Commission (voir Table 1, ligne « vieillissement LOLA »).

Tableau 1 : Déficit budgétaire additionnel généré par le vieillissement de la population au Luxembourg (simulations selon divers scénarios, en pourcentages du PIB)

	2020	2050	2060
vieillissement EC	+1 %	+16 %	+18 %
vieillissement LOLA	+1 %	+14 %	+15 %
pensions moins élevées	-1 %	+9 %	+10 %
contributions plus faibles	-1 %	+10 %	+11 %
double réforme	-2 %	+6 %	+6 %

Une réforme des pensions nous semble donc indispensable. Le taux de remplacement net (pension nette en pourcentage des revenus antérieurs nets) est beaucoup plus élevé au Luxembourg que dans les pays voisins (en moyenne sur différents types de salaires de 99 % au Luxembourg pour 65 % en Belgique, 67 % en France et 60 % en Allemagne, voir OCDE.Stat) et une légère diminution pourrait avoir des effets bénéfiques (diminution des dépenses de pension et incitation à l'activité) sans pour autant générer un appauvrissement généralisé. Notre modèle LOLA montre qu'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de remplacement réel (qui passe de près de 100 % à 90 %) réduit bien sûr les dépenses du système de pensions, mais dope également le taux d'activité des travailleurs âgés, qui augmente de 15 points de pourcent (il passe donc légèrement au-dessus de la moyenne européenne). Cela stimule l'emploi, le PIB, mais aussi les rentrées fiscales. A long terme, le coût budgétaire additionnel, hors charge d'intérêts, généré par le vieillissement est réduit à 10 % du PIB (voir Table 1, ligne «pensions moins élevées»). L'effet est donc appréciable. Il convient cependant de noter que ces simulations supposent une réduction immédiate, à concurrence de 10 %, de l'ensemble des pensions existantes et à venir.

Par ailleurs, l'OCDE (voir par exemple Duval, 2003) recommande de limiter les cotisations sur les travailleurs âgés, de manière à rendre le travail plus attractif. De manière similaire, notre modèle LOLA montre qu'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de cotisation des travailleurs (qui passe d'environ 12 % au total, dont 8 % pour les pensions, à 2 %) de la classe d'âge 55-65 ans coûte initialement peu à l'Etat, car très peu de personnes de cette tranche d'âge travaillent. Par contre, cette politique incite les travailleurs à retarder leur départ à la retraite. Le taux d'activité augmente de ce fait de quelque 15 points, ce qui accroît fortement la base fiscale et partant le montant des cotisations. A long terme, cette politique permet de limiter le coût budgétaire additionnel à 11 % du PIB (voir Table 1, ligne «contributions plus faibles»).

On ne peut bien entendu que proposer de combiner ces deux politiques (baisse du taux de remplacement et baisse des cotisations, voir Table 1, ligne «double réforme»). En conclusion, les perspectives de financement des pensions pourraient être sérieusement améliorées si des réformes ciblées et efficaces (augmentation du taux d'activité des travailleurs âgés et augmentation de l'épargne) étaient implémentées dès aujourd'hui.

Comme toujours, il convient évidemment d'interpréter ces chiffres avec prudence. Ils sont basés sur un modèle d'équilibre général qui ne peut bien sûr rendre toute la complexité du système des pensions ; de même que nos propositions sont linéaires et ne prennent pas du tout en compte le côté pratique et détaillé d'une implémentation réelle (elle devrait certainement être plus graduelle afin d'être acceptée plus facilement par la population, sans l'être exagérément afin de ne pas neutraliser dès le départ les retombées budgétaires des réformes).

Epargne et taux d'intérêt

Il est important de noter que le modèle LOLA que nous utilisons est un modèle de «petite économie ouverte», c'est-à-dire que les taux d'intérêt réels sont exogènes et constants. Or, de la Croix, Pierrard et Sneessens (2011) ont montré que, dans le cadre d'une économie fermée, l'introduction de frictions sur le marché du travail dans un modèle d'équilibre général crée un lien important entre le taux d'intérêt et le taux de chômage. La raison est que, toutes autres choses égales par ailleurs, des taux d'intérêt réels plus faibles stimulent la demande de travail et donc incitent les entreprises à créer de nouveaux postes. En conséquence, le taux d'emploi est plus élevé, tout comme les salaires négociés. De plus, l'évolution des salaires contribue à rehausser également le taux de participation des travailleurs âgés et donc augmente l'âge effectif de départ à la retraite.

Nous pouvons tirer deux conclusions de cette étude. Premièrement, bien que les mécanismes soient différents, nos deux propositions de réforme des pensions augmentent l'épargne individuelle (augmentation afin d'anticiper en partie la réduction des pensions dans le premier cas, augmentation car plus de revenus dans le second cas). Cette hausse de l'épargne n'a pas d'effet sur les taux d'intérêt réels dans LOLA vu l'hypothèse de petite économie ouverte. En supposant que cette hypothèse soit trop restrictive et que l'épargne ait – au moins – un effet partiel sur les taux, les effets positifs des réformes proposées pourraient être plus forts qu'escomptés. Deuxièmement, au vu de la forte corrélation entre les taux d'intérêt dans la zone euro, une réforme

des pensions également dans les pays voisins pourrait encore accentuer les effets positifs.¹

Récentes propositions du gouvernement

Le 17 mars 2011, le gouvernement luxembourgeois a présenté un projet de réforme des pensions, qui doit encore faire l'objet de discussions avec les partenaires sociaux. Le gouvernement suggère notamment d'introduire le système de « pension à la carte », qui viserait aussi bien le régime privé que le régime public de pension. La « pension à la carte » ne remettrait pas formellement en cause l'âge légal de départ à la retraite de 65 ans. Elle contraindrait cependant les assurés à opérer un choix entre les deux options suivantes :

- partir à la retraite dès qu'ils en ont le droit, mais en se voyant imposer une diminution de la pension (aménagement de la formule de calcul des pensions, avec à la clef une diminution des majorations proportionnelles de l'ordre de 15%). Les droits acquis seraient préservés. Les années cotisées avant la date d'entrée en vigueur de la réforme seraient en effet calculées suivant le modèle actuel, tandis que les années restantes seraient prises en compte suivant la nouvelle formule.
- continuer à travailler et compenser de la sorte la diminution précitée de la pension (allongement de l'ordre de 3 ans, également avec introduction graduelle).

¹ Une révision complète de notre modèle LOLA est prévue dans un futur proche, afin d'intégrer une représentation plus réaliste des taux d'intérêts.

Ces propositions vont plutôt dans le bon sens. En plus de leur effet fiscal direct, elles devraient augmenter le taux de participation des travailleurs âgés ainsi que soutenir l'épargne individuelle. Néanmoins, ces retombées potentielles ne se matérialiseront guère d'ici 2060, en raison de la mise en œuvre très graduelle de la mesure. Au vu de l'analyse ci-dessus, nous ne pouvons donc que suggérer d'approfondir la réforme du système des pensions.

Bibliographie

Duval R, 2003. The Retirement Effects of Old-Age Pension and Early Retirement Schemes in OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers, N° 370.

De la Croix D. O. Pierrard et H. Sneessens, 2011. Aging and Pensions in General Equilibrium : Labour Market Imperfections Matter, à paraître comme Cahier d'Etudes BCL.

European Commission, 2009. The 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060), EUROPEAN ECONOMY 2-2009.

Pierrard O. et H. Sneessens, 2009. LOLA 1.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, Cahier d'Etudes BCL, N° 36.

1.2.9.6 12^{ème} actualisation du Pacte de Stabilité et de croissance

Ce 29 avril, Luc Frieden et Jeannot Krecké ont présenté la 12^{ème} actualisation du Pacte de Stabilité et de croissance (PSC). Celui-ci est établi pour la période 2011-2014 et couvre ainsi la période restante de la législature. L'actualisation ne renferme aucune mesure nouvelle et concrète d'assainissement. Il se borne à indiquer que « le Gouvernement s'est également accordé sur une « revue à mi-parcours », c'est-à-dire une évaluation de la situation des finances publiques en 2012 avec, en cas de besoin, la spécification de mesures de consolidation budgétaire additionnelles en vue de réaliser l'objectif affiché d'un retour à l'équilibre en 2014 au niveau de l'administration publique. »

L'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) retenu par les auteurs du programme consiste en un excédent de 0,5% du PIB en termes structurels. Cet OMT ne serait cependant pas respecté sur l'horizon couvert par l'actualisation, du moins à politique inchangée. Le solde structurel des Administrations publiques accuserait en effet un déficit de 1,4% du PIB en 2014 selon la 12^{ème} actualisation.

Encadré 1.7 :

SOUTENABILITÉ À TERME DES FINANCES PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES : UNE ACTUALISATION

Des projections de finances publiques à court terme effectuées jusqu'en 2013 sont exposées ci-dessus. Ces projections sont le point de départ des simulations à moyen terme qui constituent l'objet du présent encadré. Seules des simulations de ce type, se déployant sur un horizon temporel suffisamment long (2011-2040 en l'occurrence) permettent d'apprécier correctement la cohérence dans le temps de la politique budgétaire.

Ces simulations ne constituent nullement des prévisions dans un contexte forcément évolutif. Elles visent à fournir une évaluation à politique inchangée de la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises.

La principale conclusion qui se dégage de l'encadré est que les finances publiques luxembourgeoises présentent toujours une soutenabilité à terme pour le moins défailtante, en dépit de la mise en œuvre de mesures de consolidation budgétaire en 2011. Si le mécanisme de « pension à la carte » présenté par le gouvernement le 17 mars dernier constitue un pas dans la bonne direction, il ne sera probablement pas en mesure de remettre ce constat fondamentalement en cause, en raison de son introduction très graduelle.

Simulations à moyen terme : les hypothèses de base

La croissance économique postulée dans les simulations de 2014 à 2040 s'établirait à 2,2% l'an. Conformément aux projections de l'Ageing Working Group (AWG), le salaire réel par employé augmenterait quant à lui au même rythme que la productivité, soit de 1,7% par an, ce qui signifie que la progression de l'emploi se stabiliserait à 0,5% par an. La masse salariale et les cotisations sociales supportées par les salariés demeureraient donc stables par rapport au PIB. Le taux d'inflation est quant à lui supposé atteindre 2% par an de 2013 à 2040. Enfin, les hypothèses démographiques sont de facture relativement classique. Il convient de noter en particulier le nombre élevé d'immigrants, à savoir de 3 000 à 4 000 personnes par an.

Toutes ces simulations sont effectuées en termes structurels. Les recettes et dépenses sont « nettoyées » de l'impact des cycles conjoncturels et des mesures temporaires. L'impact du cycle n'est par conséquent pas en mesure de distordre le point de départ des projections, à savoir le solde budgétaire en 2013.

Sur le versant des dépenses, il est supposé que la masse salariale des agents de la fonction publique évoluera parallèlement à celle du secteur privé tout au long de l'horizon de simulation. En vitesse de croisière l'emploi public progresserait donc de 0,5% par an, ce qui paraît modéré à l'aune des évolutions observées au cours des dix dernières années. En matière sociale, les dépenses de pension (régime général et régimes spéciaux confondus), d'assurance maladie, d'assurance dépendance et de chômage sont censées évoluer de la même manière que dans le scénario de base de l'AWG. Cela implique une nette augmentation des dépenses primaires associées à ces quatre domaines, à raison de 13% du PIB de 2011 à 2040. Cet impact est cependant tempéré par le traitement réservé aux prestations familiales. Ce poste, qui pèse d'un poids certain au Luxembourg, n'est pas considéré dans l'étude de l'AWG. Afin d'inférer l'évolution à moyen terme de ces dépenses, qui représentent environ 3% du PIB en 2011, il est supposé que les prestations de la Caisse Nationale des Prestations Familiales ne seront pas indexées aux prix, en vertu des décisions adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite d'avril 2006. En conséquence, les prestations correspondantes passent de 2,7% du PIB en 2011 à 1,0% du PIB seulement en 2040 dans les simulations.

Sur le versant des recettes, la BCL, à l'inverse de l'AWG, tient compte de l'incidence positive de l'accroissement marqué des pensions sur deux catégories de recettes, à savoir les cotisations sociales supportées par les retraités (maladie et assurance dépendance) et les impôts directs dont ils sont redevables. Cet effet contribue à améliorer le solde public primaire à raison de plus de 1% du PIB sur l'horizon de simulation. Un autre domaine où le présent encadré se distingue du rapport de l'AWG est la prise en compte des revenus du patrimoine – sur les réserves de pension notamment – et des charges d'intérêt. Le taux de rendement du patrimoine est censé atteindre 3,5% l'an. Le taux d'intérêt implicite sur la dette est également fixé à 3,5%, en termes nominaux, tout au long de l'horizon de simulation.

Il est par ailleurs supposé que trois risques majeurs vont se matérialiser sur le versant des recettes au cours de l'horizon de simulation, à savoir (i) une convergence d'ici 2040 du montant des impôts sur les sociétés vers la moyenne européenne, (ii) un étiolement progressif du « Tanktourismus » (toujours d'ici 2040) et (iii) des recettes de TVA liées au commerce électronique disparaissant à partir de 2019 (et déclinant fortement dès 2015) en vertu du « VAT package » approuvé par le Conseil européen en décembre 2007.

Les recettes non mentionnées ci-dessus sont censées évoluer parallèlement au PIB nominal tout au long de l'horizon de simulation.

Il convient enfin de noter que les simulations d'endettement prennent en compte l'existence d'actifs hors réserves de pensions des Administrations publiques, qui se monteraient à la fin 2010 à plus de 10% du PIB (notamment les réserves des fonds spéciaux, de l'assurance maladie, de l'assurance dépendance et les participations de l'Etat). Ces actifs incorporent notamment les actions « Fortis » acquises au cœur de la crise économique et financière, pour un montant de 2 500 millions d'euros. Les actifs hors pensions des Administrations publiques sont censés s'étioler graduellement par la suite. Ainsi, ils reviendraient à 4% du PIB en 2020. Cette hypothèse de liquidation graduelle des actifs permet de limiter le recours à l'endettement.

Simulations à moyen terme : les principaux résultats

Conditionnellement aux hypothèses présentées ci-dessus, les finances publiques évolueraient comme l'indique le tableau suivant. Le ratio des recettes au PIB diminuerait au cours de l'horizon de projection, en raison de l'étiollement progressif des recettes liées au commerce électronique, au « Tanktourismus » et aux impôts directs à charge des sociétés. Ce ratio passerait de 38% du PIB en 2013

à 34% en 2040, ce qui équivaut à une déperdition de 4 points de PIB. Dans le même temps, le ratio des dépenses augmenterait considérablement, sous l'effet de transferts sociaux accrus et de charges d'intérêt en constante augmentation. Ces dernières constitueraient le reflet d'une montée en puissance des déficits et de l'endettement. Alors que la dette brute consolidée représenterait en peu plus de 20% du PIB tendanciel en 2013, elle excéderait le seuil des 60% du PIB dès 2026. Elle continuerait à augmenter par la suite, pour atteindre plus de 150% du PIB en 2035 et plus de 220% en 2040. Ce dernier résultat n'est que marginalement plus favorable que celui qu'avait dégagé la BCL dans une projection similaire, publiée en novembre 2010 dans son avis sur le projet de budget. Cette légère amélioration est en outre attribuable à une révision à la hausse du PIB nominal et à l'effet de base corrélatif et non à une amélioration structurelle de la situation des finances publiques, qui paraît toujours très précaire. Il apparaît en outre que l'endettement des systèmes de pension représenterait près de 45% de l'endettement total en 2040.

Ces résultats ne sont que partiellement imputables aux hypothèses de diminution graduelle des recettes. Même en l'absence de déperdition des recettes du « Tanktourismus » et des impôts sur les sociétés, la dette publique atteindrait 60% du PIB dès 2028 et 175% en 2040, comme l'indique la dernière ligne du tableau.

Tableau 1 : Evolution de la situation budgétaire des Administrations publiques avec déperdition des recettes liées au « Tanktourismus », à l'impôt des sociétés et à la TVA sur le commerce électronique (en pourcentages du PIB tendanciel)

	2013	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	38,4	38,4	37,6	36,9	36,0	35,2	34,8	34,3
Impôts directs	13,0	12,9	12,9	12,7	12,5	12,3	12,2	12,0
Impôts indirects	10,7	10,6	9,8	9,1	8,8	8,4	8,1	7,7
Cotisations sociales	11,6	11,6	11,6	11,6	11,7	11,8	11,9	12,0
Revenus d'intérêt	0,6	0,7	0,7	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Autres	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Dépenses totales	40,0	40,4	40,6	42,6	45,7	48,9	53,3	57,4
Transferts sociaux	20,4	20,7	21,0	22,5	24,9	27,1	29,6	31,5
Investissements publics	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Rémunérations des agents	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Autres dépenses primaires	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Charges d'intérêt	0,7	0,8	0,8	1,2	1,8	2,9	4,8	7,0
Déficit (-) ou surplus (+)	-1,6	-2,0	-3,0	-5,7	-9,6	-13,7	-18,5	-23,1
Dette publique	22,3	22,7	24,8	39,1	57,6	96,3	154,9	224,0
Dont pensions	-25,7	-25,9	-25,8	-21,4	-7,2	17,7	53,2	97,0
<i>dette sans déperdition « Tanktourismus » et impôts des sociétés</i>	22,3	22,5	24,4	35,3	47,2	76,1	121,9	175,3

Sources : Ageing Working Group, Agence internationale de l'Energie, Eurostat, IGSS, Statec, calculs BCL.

La BCL ne peut par conséquent que réitérer les deux recommandations figurant dans son avis sur le projet de budget : (i) il convient de converger dès que possible vers l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) d'un surplus d'au moins 1% du PIB d'ici 2015 et (ii) de mettre parallèlement en œuvre des réformes structurelles de la sécurité sociale. La première recommandation exigerait une consolidation budgétaire d'au moins 4% du PIB d'ici 2015. Comme l'indique le tableau, le déficit structurel atteindrait en effet 3% du PIB en 2015 à politique inchangée. Or un surplus d'au moins 1% s'impose. Il est à cet égard regrettable que la 12^{ème} actualisation du Programme de Stabilité luxembourgeois ne renferme aucune trajectoire de consolidation concrète, l'actualisation se bornant à indiquer que « le Gouvernement s'est également accordé sur une « revue à mi-parcours », c'est-à-dire une évaluation de la situation des finances publiques en 2012 avec, en cas de besoin, la spécification de mesures de consolidation budgétaire additionnelles en vue de

réaliser l'objectif affiché d'un retour à l'équilibre en 2014 au niveau de l'administration publique. »

Une mise en œuvre rapide de la seconde recommandation de l'avis de la BCL paraît également compromise. Si le mécanisme de « pension à la carte » présenté par le gouvernement le 17 mars dernier constitue un pas dans la bonne direction, il ne paraît pas en mesure de remettre fondamentalement en cause le constat d'une soutenabilité à terme défailante, en raison du fort gradualisme devant présider à la mise en œuvre de la nouvelle disposition. La « pension à la carte » devrait s'accompagner d'autres réformes et être introduite de façon plus rapide qu'annoncé. Une modulation de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels constitue une piste de réforme. D'autres possibilités sont évoquées dans l'encadré « Imperfections sur le marché du travail et réformes des pensions » du présent Rapport.



02

LES ACTIVITÉS DE LA BCL

77



2 LES ACTIVITÉS DE LA BCL

2.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Au Grand-Duché de Luxembourg, la BCL est responsable de l'exécution de la politique monétaire telle qu'elle est définie par l'Eurosystème pour l'ensemble de la zone euro.

La politique monétaire a pour mission de piloter les taux d'intérêt et de gérer la liquidité du marché monétaire. Pour ce faire, elle recourt à divers instruments, répartis en plusieurs grandes catégories :

Les opérations d'open market

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, à savoir les établissements de crédit au Luxembourg.

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

- opérations principales de refinancement¹ (OPR), réalisées par voie d'appels d'offres hebdomadaires pour une échéance d'une semaine.
Ces opérations jouent un rôle clef dans le pilotage des taux d'intérêt (via le taux de soumission minimal), dans la gestion de la liquidité bancaire et pour signaler l'orientation de la politique monétaire.
- opérations de refinancement à plus long terme² (ORLT), effectuées par voie d'appels d'offres mensuels pour une échéance de trois mois.
Ces opérations visent à fournir un complément de refinancement à plus long terme au secteur financier. Elles ne visent pas à donner des signaux quant à l'orientation de la politique monétaire.
- opérations de réglage fin³, exécutées par l'Eurosystème de manière ponctuelle pour remédier à certains déséquilibres ponctuels.

1 En anglais, Main Refinancing Operations (MRO)

2 En anglais, Longer Term Refinancing Operations (LTRO)

3 En anglais, Fine-Tuning Operations

Les facilités permanentes⁴

Ces instruments permettent l'apport et le retrait de liquidités au jour le jour.

Il existe deux types de facilités permanentes :

- la facilité de prêt marginal : les contreparties bénéficient auprès de la BCL d'une facilité de prêt marginal utilisable en principe sous forme d'avance en compte courant jusqu'au jour ouvrable suivant, moyennant constitution de garantie.
- la facilité de dépôt : les contreparties bénéficient auprès de la BCL de la possibilité de constituer des dépôts en fin de journée, au jour le jour.

Les réserves obligatoires

Les établissements de crédit de la zone euro sont soumis à un système de réserves obligatoires qui sont à constituer sur des comptes ouverts auprès de la BCL.

Ces réserves ont pour but de stabiliser les taux d'intérêt du marché monétaire et de créer un déficit structurel de liquidités.

Le montant des réserves à constituer est déterminé en fonction d'éléments du bilan de l'établissement de crédit concerné.

Les adjudications temporaires de devises

Outre ces opérations classiques de politique monétaire, depuis fin 2007, constatant que les banques de la zone euro avaient des difficultés à se procurer des dollars, l'Eurosystème a mis en place un accord de *swap* (*US dollar term auction facility*) avec le Système fédéral de réserve américain permettant à l'Eurosystème de fournir des liquidités en dollars contre des garanties éligibles. En décembre 2010, ces accords ont été renouvelés au moins jusqu'en août 2011.

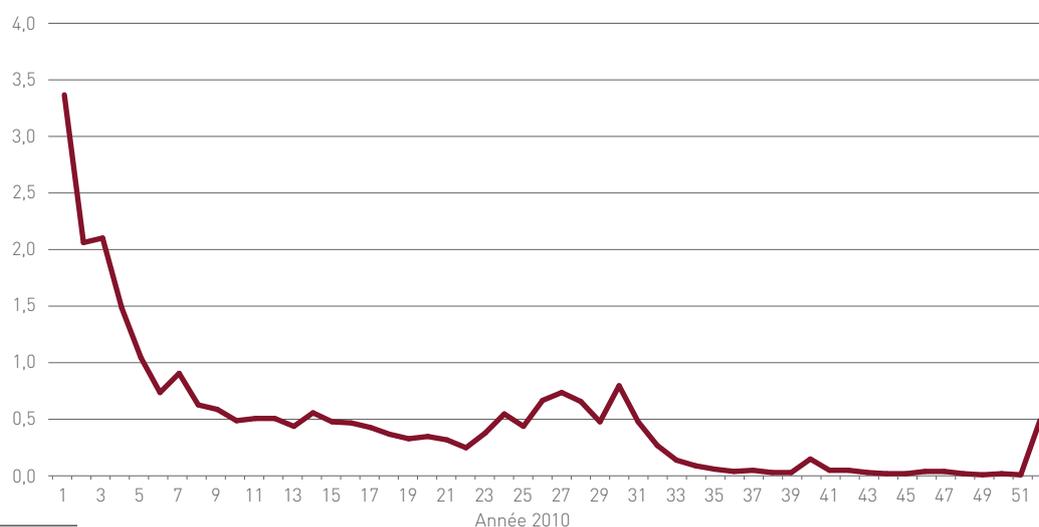
Les accords identiques mis en place pour des liquidités en francs suisses, en collaboration avec la Banque Nationale Suisse, ont été suspendus en janvier 2010.

2.1.1 Les opérations d'open market

2.1.1.1 Les opérations principales de refinancement (OPR) en 2010

Graphique 2.1 :

OPR 2010 : % montants alloués pour LU / ZONE EURO

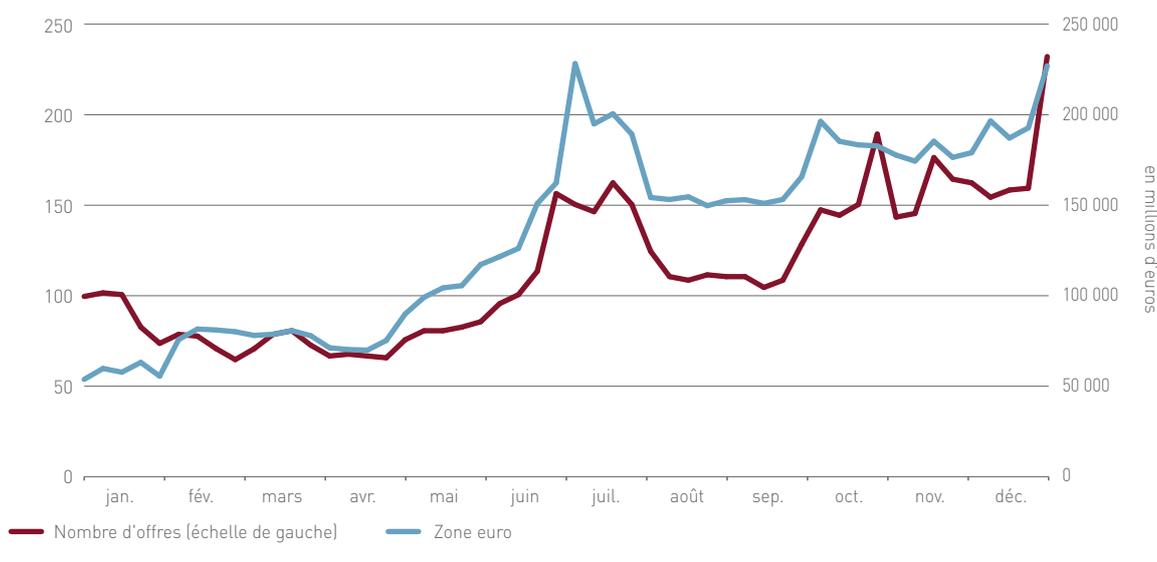


4 En anglais, Standing facilities

Depuis octobre 2008, l'Eurosystème a alloué les soumissions aux OPR à 100% et à taux fixe. Cette mesure est restée en vigueur pendant toute l'année 2010. Il est prévu que ce système d'allocation soit maintenu aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'au 12 juillet 2011, fin de la sixième période de maintenance des réserves obligatoires.

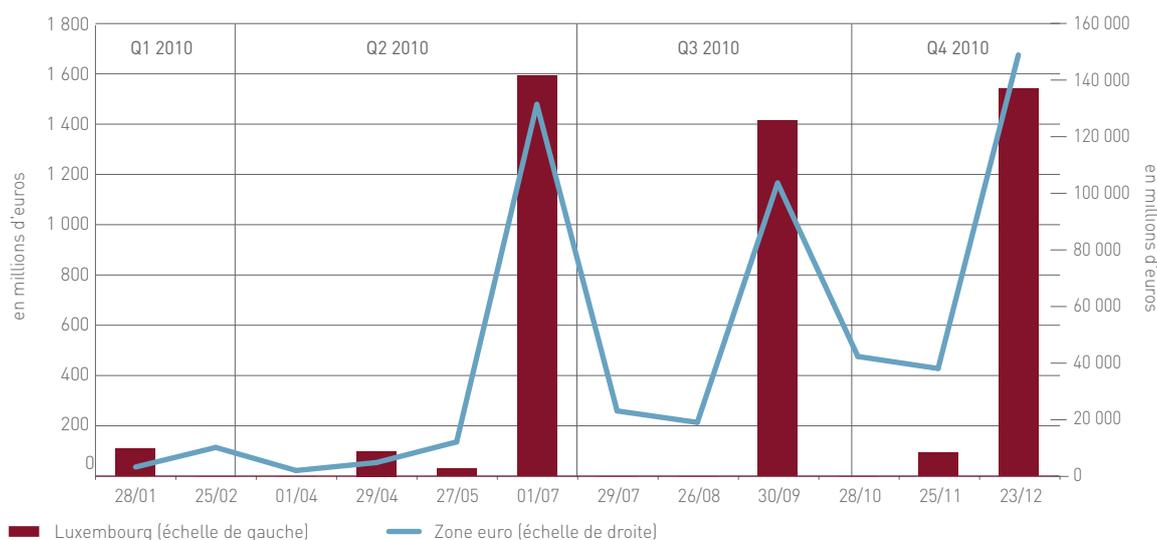
Le taux de participation du Luxembourg dans la zone euro est resté à un niveau se situant en dessous de 1% pendant la quasi-totalité de l'année 2010.

Graphique 2.2 :
OPR - Nombre d'offres et montants alloués en 2010 dans la Zone euro



2.1.1.2 Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) en 2010

Graphique 2.3 :
ORLT 3 mois - LU et Zone euro montants alloués en 2010



Parallèlement aux opérations traditionnelles à 3 mois (12 sur l'année), deux opérations supplémentaires à 6 mois ont été conduites en 2010. Ces opérations ont été allouées à 100%, à un taux révisable, calculé à l'échéance et fixé à la moyenne des taux minimum de soumission aux opérations principales de financement sur la durée de vie de l'opération.

L'Eurosystème a annoncé la poursuite des opérations d'une période de maintenance qui seront allouées à 100% et à taux fixe au moins jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011.

Aucune contrepartie luxembourgeoise n'a participé aux opérations supplémentaires à 6 mois ni aux opérations d'une période de maintenance.

La venue à échéance des opérations à un an lancées en 2009 n'a eu que peu d'impact au Luxembourg. Les montants arrivés à échéance n'ont été que partiellement renouvelés par les opérations traditionnelles à 3 mois.

2.1.1.3 Opérations de réglage fin en 2010

Opérations d'absorption de liquidités

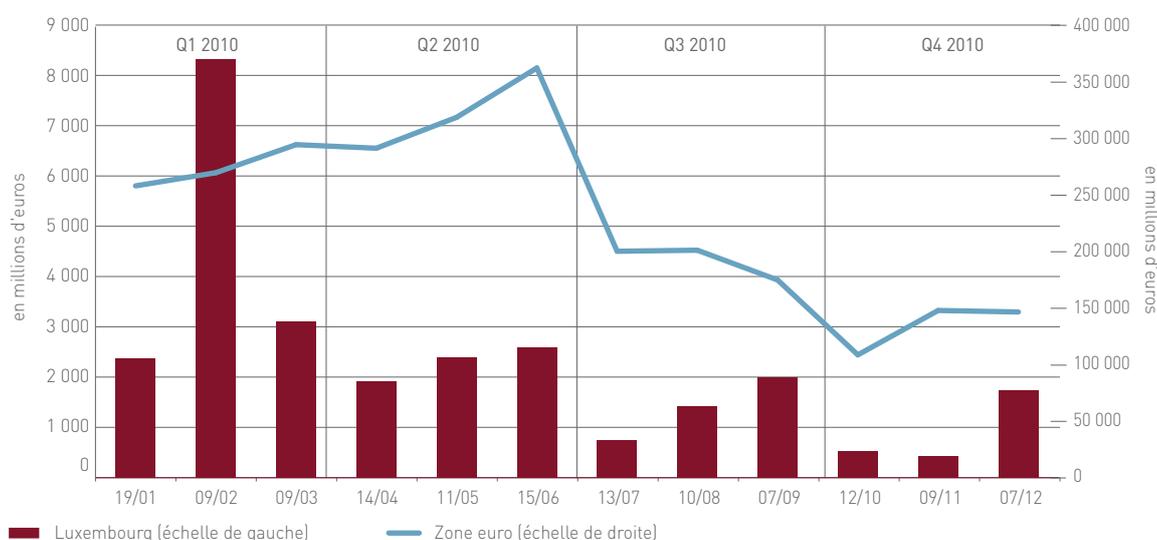
Depuis 2008, ce type d'opérations est ouvert à toutes les contreparties. En 2010, les opérations de réglage fin ont été traditionnellement utilisées le dernier jour de la période de maintenance des réserves pour absorber l'excès de liquidité.

Douze opérations de ce type ont donc été menées en 2010.

Tendanciellement, les montants demandés ainsi que le nombre de banques participantes étaient en baisse, tant au Luxembourg que dans la zone euro.

Graphique 2.4 :

Montants absorbés dans les opérations de réglage fin de fin de période de réserve – LU et Zone euro



A partir du mois de mai 2010, l'Eurosystème a par ailleurs mis en place des opérations de réglage fin d'une durée d'une semaine visant à absorber la liquidité injectée via le Programme pour les marchés de titres (voir point 2.1.5 ci-après). En tout, 33 opérations de ce type ont été réalisées en 2010, absorbant en moyenne 2,7 milliards d'euros au Luxembourg (avec un minimum de 71 millions d'euros et un maximum de 11,6 milliards d'euros) et 57,2 milliards d'euros dans la zone euro.

Graphique 2.5 :

Reprise de liquidité en blanc à 1 semaine en 2010 – LU et Zone euro



Opérations de fourniture de liquidités

Exceptionnellement, lors de l'échéance des opérations à un an et à 6 mois, des opérations d'une durée de 6 jours et une de 13 jours ont été mises en place pour permettre aux contreparties ayant participé aux opérations longues de recevoir de la liquidité jusqu'à l'opération principale de refinancement suivante. Il y a eu 4 opérations de ce type en 2010, les deux dernières ne faisant l'objet d'aucune participation au Luxembourg.

2.1.2 Facilités permanentes

Les contreparties luxembourgeoises ont la possibilité de recourir auprès de la BCL à des facilités permanentes de dépôt ou de prêt, à un taux fixé préalablement. Ces taux sont fixés en relation avec le taux de référence de l'Eurosystème.

Facilité de prêt marginal

La facilité de prêt marginal a été très peu utilisée en 2010. Les contreparties luxembourgeoises n'ont eu recours à cette facilité que de manière ponctuelle.

Facilité de dépôt

Après une certaine stabilité dans le courant du premier trimestre, les montants déposés à Luxembourg ont augmenté régulièrement jusqu'à l'échéance de l'opération à un an (début juillet 2010) avant de diminuer petit à petit.

2.1.3 Réserves obligatoires

Les contreparties de la zone euro ont l'obligation de constituer des réserves auprès de la banque centrale de leur pays de résidence. Ces obligations sont à respecter en moyenne sur une période fixée. Les contreparties peuvent donc utiliser librement leurs liquidités tout au long de la période.

En 2010, au Luxembourg, les montants de réserves excédentaires se sont maintenus, en moyenne annuelle, à des niveaux proches de ceux de 2009.

2.1.4 Adjudications temporaires de devises

Opérations en dollars

L'Eurosystème, en collaboration avec le Système fédéral de réserve, a repris, en mai 2010, les opérations d'apport de liquidités en dollars aux banques de la zone euro. Les opérations ont la forme d'opérations de pension (cession temporaire contre des titres en garantie) avec des maturités de 7 et 84 jours (une seule opération de 84 jours a été mise en place en 2010).

En décembre 2010, l'Eurosystème a annoncé la prolongation de ces opérations jusqu'en août 2011.

En 2010, ces opérations n'ont rencontré qu'un intérêt faible tant au Luxembourg que dans la zone euro. Toutes les offres ont été satisfaites à un taux fixe, annoncé préalablement.

Opérations en francs suisses

Les opérations d'apports de liquidités en francs suisses, introduites en octobre 2008, ont été maintenues jusqu'en janvier 2010.

Un communiqué de presse du 18 janvier 2010 a annoncé la suppression de ces opérations suite à la demande décroissante et à l'amélioration des conditions de fonctionnement dans ce segment du marché.

2.1.5 Programme d'achat d'obligations sécurisées et programme pour les marchés de titres

Programme d'achat d'obligations sécurisées

Le marché des obligations sécurisées, qui sont garanties par des créances hypothécaires ou par des collectivités, est un instrument clé pour le financement des établissements de crédit. Ce marché avait été particulièrement affecté par la crise financière.

En mai 2009, l'Eurosystème a décidé d'intervenir sur les marchés primaire et secondaire des obligations sécurisées, pour un montant total nominal de 60 milliards d'euros.

Cet objectif a été atteint en juin 2010. Les banques centrales de l'Eurosystème ont notifié leur intention de conserver les obligations achetées jusqu'à leur échéance.

Programme pour les marchés de titres

En mai 2010, l'Eurosystème a lancé un programme exceptionnel pour les marchés de titres.

L'objectif de ce programme est de remédier aux dysfonctionnements de certains compartiments des marchés de titres de créances de la zone euro et de rétablir un mécanisme approprié de transmission de la politique monétaire.

Pour stériliser l'impact de ces achats d'obligations, l'Eurosystème mène des actions spécifiques absorbant les liquidités injectées via le programme.

2.2 GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE PAR LA BCL

Les réserves de change de la Banque centrale européenne (BCE) sont gérées de manière décentralisée par les Banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème depuis janvier 1999. Conformément aux règles de l'Eurosystème et en fonction d'une clé correspondant à sa part dans le capital de la BCE, la BCL a initialement transféré des avoirs de réserve de change à la BCE, pour un montant équivalent à 74,6 millions d'euros. Suite à l'élargissement de l'Union européenne et l'augmentation relative du Produit intérieur brut (PIB) et de la population au Luxembourg, la pondération de la BCL dans la clé de répartition du capital de la BCE est de 0,1747% depuis le 1^{er} janvier 2010. Au 31 décembre 2010, la valeur totale de marché des réserves de la BCE gérées par la BCL représentait 303,1 millions d'euros. Un des objectifs de la gestion de ses réserves de

change est que la BCE dispose à tout moment d'un montant suffisant de liquidités pour d'éventuelles interventions sur les marchés des changes. La sécurité et la liquidité sont donc des exigences essentielles pour la gestion de ces réserves.

La «valeur de référence tactique» (*tactical benchmark*) est établie pour chaque devise en tenant compte de la «valeur de référence stratégique» (*strategic benchmark*). Elle reflète les préférences à moyen terme de la BCE en matière de revenus et de risques en fonction des conditions de marché. Une modification de la valeur de référence tactique peut affecter différentes catégories de risques (par exemple la durée modifiée ou le risque de liquidité). La valeur à risque (VaR – Value at Risk) de la valeur de référence tactique peut différer de celle de la valeur de référence 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 – dans les marges de fluctuation prévues ainsi que dans les limites de risque fixées – est d'investir les réserves de change que la BCE lui a confiées, avec comme objectif une maximisation des revenus. Le montant des avoirs en or qui font l'objet d'une gestion active, est fixé par la BCE en tenant compte de considérations stratégiques ainsi que des conditions du marché.

2.3 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. Il a ainsi autorisé la BCL à s'engager dans la gestion d'avoirs de tiers et à constituer des portefeuilles propres afin d'assurer la diversification des revenus de la Banque. Parmi ces lignes directrices figure également le cadre du contrôle des risques appliqué pour la gestion des avoirs.

Niveau 2 : La Direction

La Direction définit et chiffre le cadre de gestion des risques. Elle établit ainsi le risque maximal pris dans la gestion des avoirs de la BCL en fixant la *Maximum Risk Allowance* (MRA). La Direction détermine les mesures de gestion des risques comme la méthode de calcul de la VaR et l'application des scénarios de tests de résistance aux risques (*stress testing*). Elle 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

ALCO détermine la valeur de référence stratégique dans le respect du cadre annuel fixé par la Direction en étudiant l'impact de chaque profil de risque (risque de marché, de crédit, de liquidité) engendré par les politiques d'investissement proposées, non seulement sur l'ensemble des lignes de l'actif et du passif mais également sur le compte de résultats de la BCL.

Au cours de l'année, l'ALCO a régulièrement évalué les résultats de la politique d'investissement.

Niveau 4 : Les comités tactiques

Les comités tactiques élaborent des propositions de valeurs de référence tactiques, dans le respect des marges autorisées par rapport à la valeur de référence stratégique et suivent les évolutions des portefeuilles à plus court terme.

Les comités tactiques sont les suivants :

- Le Comité de gestion ;
- Le Comité réserves de change de la BCE ;
- Le Comité de référence tactique du fonds de pension.

Niveau 5 : Les gestionnaires

Les gestionnaires effectuent les transactions. Ils se conforment à l'ensemble des limites couvrant tant l'intégralité du portefeuille que l'investissement particulier.

2.3.2 Contrôle des risques

Le gestionnaire de risques a suivi l'ensemble des positions de tous les portefeuilles afin d'en estimer les risques et de contrôler le respect des limites prédéfinies. Ce suivi a été effectué quotidiennement et indépendamment du *front-office*. La structure de contrôle des risques a été complétée par le biais de missions spécifiques à différents niveaux de l'organisation et par le contrôle des *middle* et *back-offices*.

2.3.3 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 tenant compte de considérations de sécurité du capital, de stabilité des valeurs et de liquidité. En vue 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 par une politique de diversification des risques et le maintien d'une exigence de qualité particulière en matière d'investissement ;
- l'application de mesures strictes 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 valeurs de référence externes élaborées par 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.

2.3.4 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 sept types de portefeuilles : le portefeuille d'investissement, le portefeuille de liquidités, le portefeuille de réserves propres, le portefeuille du fonds de pension de la BCL, le portefeuille de réserve de la BCE, le portefeuille d'obligations sécurisées et les portefeuilles pour compte de tiers.

Portefeuille d'investissement

Ce portefeuille de fonds propres (caractère d'investissement à plus long terme) est composé d'obligations et d'actions. 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 2010, la valeur totale de marché de ce portefeuille (intérêts courus inclus) représentait 2 040,7 millions d'euros.

Au cours de l'année 2010, la part des titres à revenus fixes de maturité supérieure à trois ans a été augmentée de 32 % à 43 % du portefeuille, alors que le pourcentage des obligations d'échéance de un à trois ans a été augmenté de 31 % à 44 %. Par ailleurs, fin 2010 les obligations à taux variable et les titres à taux fixe de maturité inférieure à un an représentaient 13 % du portefeuille 1.

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

Portefeuille de liquidités

Ce portefeuille représente les autres actifs constitués en grande partie sur base d'un accord au sein de l'Eurosystème en contrepartie des comptes TARGET et autres passifs.

Ce portefeuille 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 billets de trésorerie (*Euro Commercial Paper* (ECP), à condition que ces instruments répondent à des exigences de notation strictes et prédéfinies). Au 31 décembre 2010, la valeur totale de marché du portefeuille de liquidités (intérêts courus inclus) représentait 4 372,5 millions d'euros.

Tableau 2.1 : Répartition des avoirs au 31 décembre 2010

Echéance	Portefeuille 1	Portefeuille 2
0-1 an	13 %	55 %
1-3 ans	44 %	35 %
> 3 ans	43 %	10 %

Portefeuille de réserves propres

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 la sécurité et la liquidité. Au 31 décembre 2010, la valeur totale des actifs en devises représentait 200,6 millions d'euros.

Portefeuille du fonds de pension

La gestion de ce fonds est présentée dans la section 4.4.3 du présent Rapport.

Portefeuilles pour compte de tiers

La Banque offre des services non-standardisés de gestion discrétionnaire à des clients institutionnels (banques centrales et organisations internationales). La Banque figure aussi au sein de l'Eurosystème comme *Eurosystem service provider* (ESP), parmi six banques centrales de l'Eurosystème offrant une gamme de services de gestion des réserves en euros à des clients institutionnels (banques centrales, autorités publiques, organisations internationales), dans un cadre de services standardisés défini par la BCE, mis à jour en 2009.

Portefeuille du programme d'achat d'obligations sécurisées

La Banque participe au programme d'achat d'obligations sécurisées de la BCE. La mise en œuvre du programme s'est terminée en juillet 2010. Ce programme d'achat de 60 milliards d'euros visait à réactiver cet important segment du marché obligataire de la zone euro.

2.4 BILLETS ET PIÈCES

2.4.1 Production de signes monétaires

Au sein de l'Eurosystème, la production de billets en euros est attribuée selon un scénario de mise en commun décentralisée adopté en 2002 selon lequel chaque banque centrale nationale (BCN) de la zone euro est responsable de la fourniture d'une partie des besoins totaux pour des coupures déterminées. Les billets en euros sont produits en fonction des besoins exprimés par les BCN participantes et agrégés par la BCE. Dans ce cadre, en 2010 la BCL a organisé la production de 17,8 millions de billets de 20 euros pour les besoins de l'Eurosystème (contre 26,4 millions en 2009). La BCL a fait produire ces billets en ayant recours à un appel d'offres. Par ailleurs, pour ses besoins propres, la BCL a reçu 38,2 millions de billets des autres BCN (contre 74,2 millions en 2009).

En vertu d'un accord conclu avec l'Etat luxembourgeois, la BCL est aussi en charge de la production des pièces luxembourgeoises en euros qu'elle met en circulation. Suite à un appel d'offres, la BCL a fait produire 42,2 millions de pièces millésimées 2010 afin de couvrir les besoins des agents économiques et des numismates.

2.4.2 Circulation des signes monétaires

2.4.2.1 Signes monétaires en euros

2.4.2.1.1 Les billets

Le volume global net des billets émis par la BCL au cours de l'année 2010 s'élève à 26,5 millions de billets contre 37,1 millions en 2009, soit une baisse de 29%. Cette diminution est en partie attribuable à un renversement de la tendance apparue lors de la crise financière de 2008, à savoir une forte augmentation de la demande de billets par les agents en vue de satisfaire leur besoin de réserve de valeur. Nonobstant cette évolution, la BCL a tout de même contribué à hauteur de 5,0% au volume global de billets mis en circulation par l'Eurosystème, contre 2,6% en 2009.

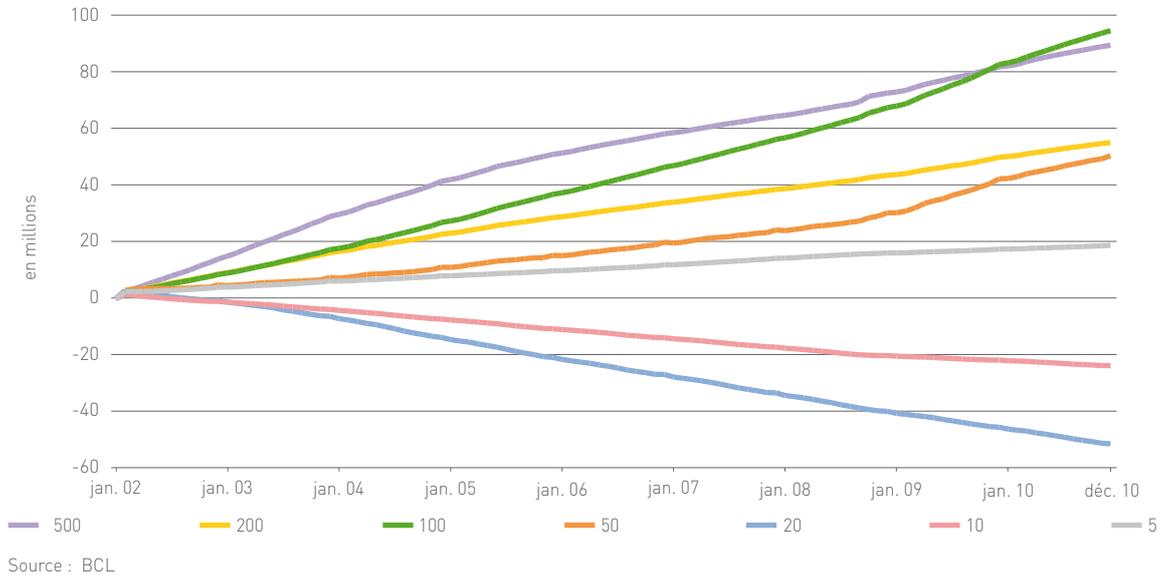
Plus en détails, l'examen de la répartition des billets par coupure révèle que le nombre de billets de 10 et 20 euros remis à la BCL excède celui des billets émis. Ceci s'explique par le fait que les organismes financiers ont rapporté davantage de ces billets à la BCL qu'ils ne lui en ont prélevé, du fait de l'apport de ces coupures par les touristes et surtout par les travailleurs frontaliers⁵ venant de pays où celles-ci sont plus largement utilisées.

Concernant les coupures de thésaurisation, à savoir les billets de 100, 200 et 500 euros, dans le sillage de ce qui avait été observé en 2009, l'année 2010 a été marquée par une demande soutenue tant au Luxembourg que dans la zone euro.

⁵ L'emploi frontalier a représenté environ 40% de l'emploi total au Luxembourg en 2010.

Le graphique ci-après illustre les différentes tendances dans l'évolution de la circulation des différentes dénominations :

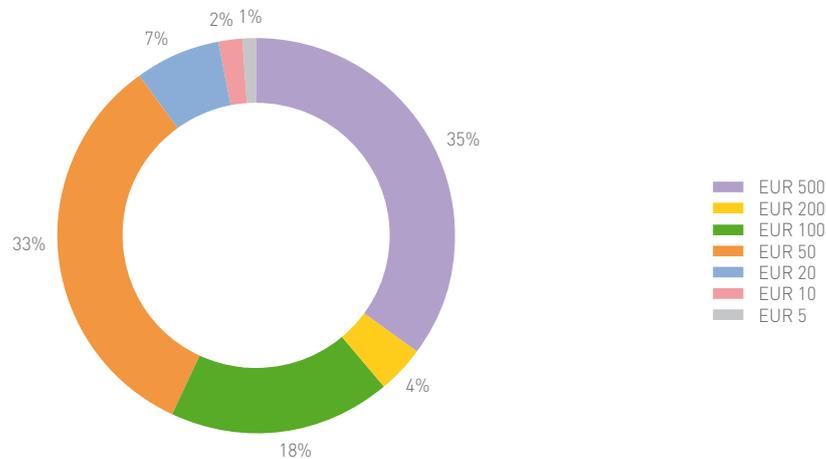
Graphique 2.6 :
Évolution du nombre de billets en euros mis en circulation par la BCL



En termes de valeur, les émissions nettes de billets au Luxembourg ont emprunté un sentier de croissance moins soutenu en 2010 (6,4 milliards d'euros, soit +10,5% en glissement annuel) pour atteindre 66,9 milliards d'euros fin décembre 2010. Cette progression est inférieure à celle constatée en 2009 (+15,1%), ainsi qu'à celle enregistrée en 2008 (+13,9%), année marquée par une forte augmentation de la demande de billets aux mois de septembre et d'octobre⁶.

Par ailleurs, le Luxembourg s'est maintenu au cinquième rang des émetteurs nets de billets de l'Eurosystème en 2010 derrière l'Allemagne (366,7 milliards d'euros), l'Italie (145,4 milliards d'euros), la France (81,1 milliards d'euros) et l'Espagne (76,6 milliards d'euros). De fait, la progression annuelle des émissions nettes au Luxembourg est supérieure à celle constatée pour l'ensemble de la zone euro (+4,1% contre +5,7% en 2009), où elle a atteint 839,7 milliards d'euros à la fin décembre 2010 (contre 806,4 milliards d'euros fin décembre 2009), avec la répartition suivante par dénomination :

Graphique 2.7 :
Répartition de la valeur des billets en euros mis en circulation par l'Eurosystème selon les dénominations



Source : BCE

⁶ 644,3 millions d'euros en septembre 2008 et 1,3 milliards d'euros en octobre 2008.

2.4.2.1.2 Les pièces

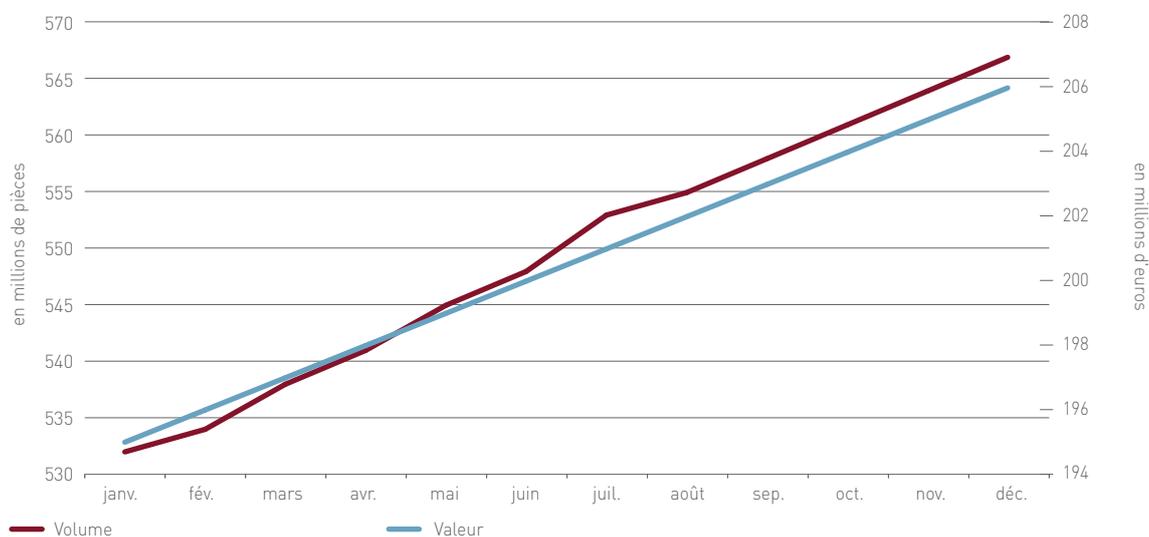
Les pièces luxembourgeoises en euros continuent à faire l'objet d'une forte demande de la part du public. Bien qu'en légère décélération, la valeur totale des pièces mises en circulation a encore connu une croissance soutenue de 6,8% en 2010 (contre 9,6% en 2009). Elle est passée de 192,7 millions d'euros à 205,8 millions d'euros.

Le volume des pièces mises en circulation au cours de l'année 2010 a augmenté de 38,4 millions de pièces, affichant ainsi une croissance de 7,3% pour atteindre un total de 566,9 millions de pièces luxembourgeoises en circulation à la fin de l'année 2010.

A l'aune du graphique ci-après qui retrace l'évolution du volume et de la valeur des pièces luxembourgeoises en euros en circulation en 2010, la demande de pièces luxembourgeoises n'a cessé de croître régulièrement au cours de l'année.

Graphique 2.8 :

Volume et valeur des pièces luxembourgeoises en euros mises en circulation en 2010



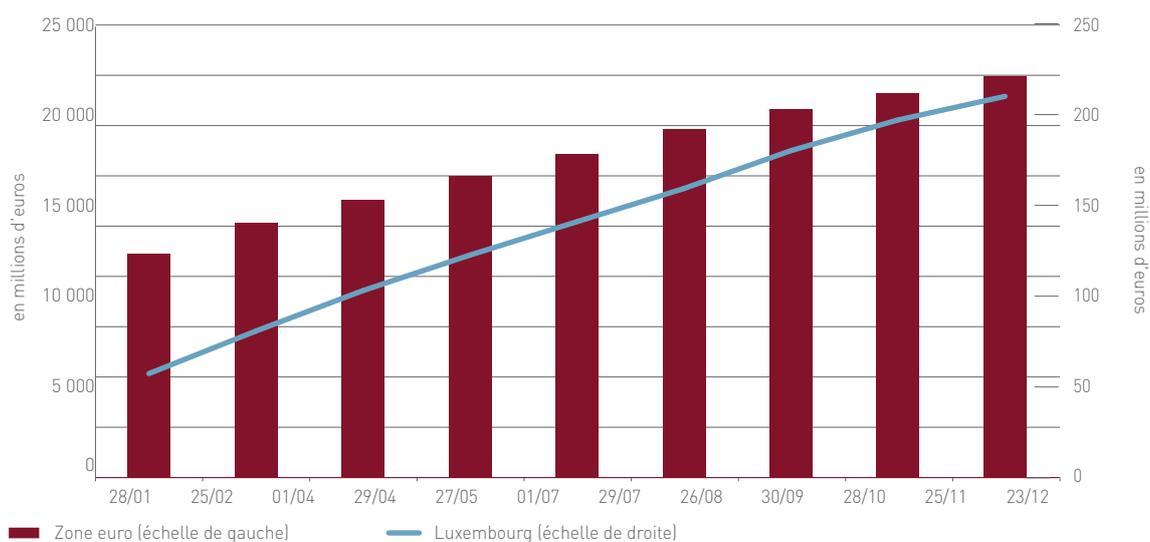
Source : BCL

Au sein de la zone euro, le Luxembourg contribue pour moins d'un pour cent (0,9% plus précisément) à la valeur totale émise par toutes les autorités émettrices et pour 0,6% du volume total. La valeur moyenne des pièces luxembourgeoises en circulation s'élève à 36 cents – inchangée par rapport à 2009 – contre 24 cents en moyenne dans la zone euro.

Le graphique ci-après présente une comparaison du volume de pièces mises en circulation au Luxembourg par rapport à la zone euro.

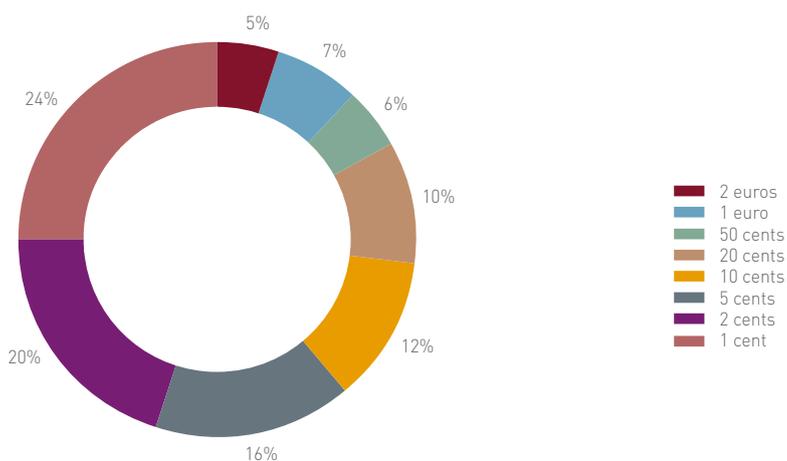
La valeur totale des pièces en euros mises en circulation par les autorités d'émission est passée de 21,3 milliards d'euros en 2009 à 22,3 milliards d'euros en 2010, tandis que le nombre total de pièces s'élève à 92,9 milliards. Le graphique suivant décrit la répartition pour la zone euro de ce volume selon les dénominations.

Graphique 2.9 :
Comparaison du volume de la circulation de pièces en euros au Luxembourg par rapport à la zone euro



Sources : BCE et BCL

Graphique 2.10 :
Répartition du volume des pièces de la zone euro en circulation selon les dénominations



Source : BCE

2.4.2.2 Billets en francs luxembourgeois

Au cours de l'année sous revue, la valeur globale des billets en francs luxembourgeois émis par l'Institut Monétaire Luxembourgeois non présentés à l'échange, est passée de 209,8 millions de francs à 208,3 millions de francs, soit une diminution de 0,7% [quasi équivalente à celle observée l'année précédente]. En 2010, c'est la détention du billet de 5 000 LUF qui a continué à reculer le plus fortement, soit de 1,3% tandis que celle des billets de 1 000 et de 100 LUF diminuaient toutes les deux de 0,5%.

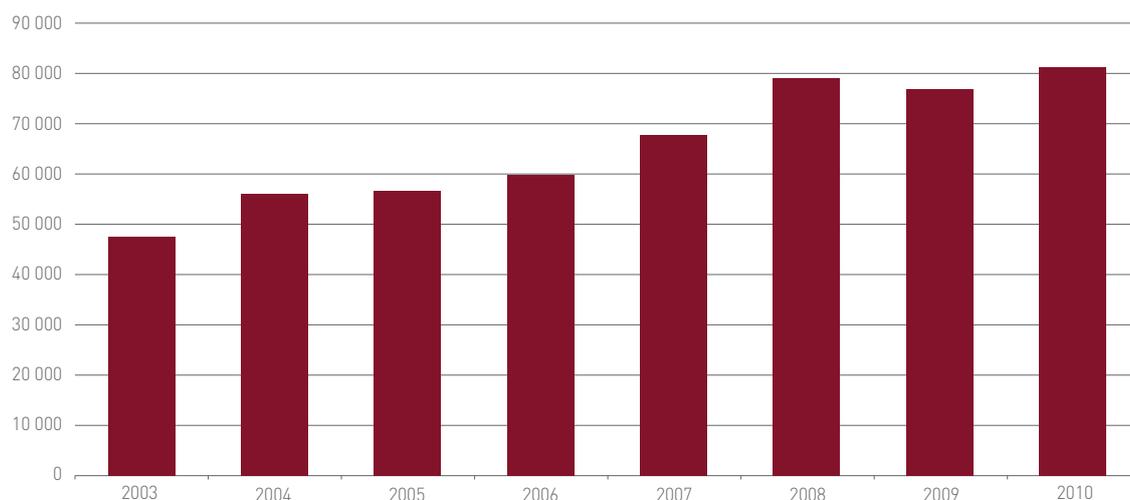
2.4.3 Gestion des signes monétaires

Le volume des billets en euros versés par les organismes financiers à la BCL a augmenté de 5,8% par rapport à l'année précédente passant de 77,1 millions à 81,6 millions de billets.

Le graphique ci-après décrit l'évolution de ces versements effectués auprès de la BCL depuis 2003.

Graphique 2.11 :

Versements de billets par les organismes financiers à la BCL (milliers de billets)



Source : BCL

Parallèlement, le nombre de billets traités à l'aide des machines de tri a aussi emprunté une trajectoire à la hausse de +1,6 %, passant de 76,2 millions à 77,5 millions de 2009 à 2010. Ces machines de tri effectuent des contrôles d'authenticité et de propreté des billets. Toutes dénominations confondues, près de 15 millions de billets ont été détruits en raison de leur inaptitude à la circulation, soit un taux moyen de destruction de 19,3 %. Ce taux affiche une grande disparité selon les dénominations traitées : 7 % pour la dénomination de 500 euros contre 53 % pour celle de 5 euros.

2.4.4 Coopération nationale et internationale

Dans le cadre de la répression de la contrefaçon de signes monétaires en euros, la BCL travaille en étroite collaboration avec la BCE et les autorités nationales compétentes. Pour l'analyse des contrefaçons et des signes monétaires détériorés, la BCL coopère depuis 2002 avec la Banque de France et la Deutsche Bundesbank en vertu de conventions de coopération.

Comme par le passé, avec l'appui de l'Institut de Formation Bancaire Luxembourg, la BCL continue à former les caissiers des banques à l'authentification des signes monétaires en euros.

Dans le cadre des réunions organisées par la Banque centrale européenne, la Caisse de la BCL participe entre autres aux travaux de préparation de la nouvelle série de billets en euros. Le graphisme de cette nouvelle série, basé également sur le thème des «Epoques et styles en Europe», sera légèrement adapté. De nouveaux signes de sécurité seront incorporés avec l'objectif d'offrir une protection maximale contre la contrefaçon et de permettre au public de distinguer facilement un billet authentique d'une contrefaçon. La mise en circulation de la nouvelle série est prévue d'ici quelques années et s'échelonnera dans le temps. Le calendrier et la séquence d'émission de la deuxième série ainsi que les modalités d'échange de la première série seront communiqués en temps utile.

Depuis plusieurs années la BCL met en commun avec sept autres banques centrales sa quote-part de billets à produire pour l'Eurosystème. Cet appel d'offre européen commun dont le but est de partager les ressources et l'expérience indispensables au suivi d'une production de billets, préfigure la future «procédure unique d'appel d'offres de l'Eurosystème».

La BCL coopère également avec cinq autres banques centrales de l'Eurosystème à la gestion et la maintenance de l'application informatique dénommée CashSSP. Cette application permet non seulement à la Caisse de la BCL de gérer ses stocks de billets et de pièces, de suivre ses activités de tri de la monnaie fiduciaire, mais aussi de recevoir de manière sécurisée les annonces de versements et de prélèvements de la part des banques de la place.

2.4.5 Emissions numismatiques

Afin de répondre à l'intérêt des collectionneurs pour la numismatique luxembourgeoise, la BCL continue à émettre des produits numismatiques, contribuant ainsi à faire connaître l'histoire et la culture du Grand-Duché. Via son espace numismatique, près de 4 200 opérations de vente ont été effectuées en 2010. A travers la vente par correspondance traditionnelle ou via le site internet de la BCL (<https://eshop.bcl.lu>) plus de 5 000 colis ont été envoyés.

Au cours de l'année 2010, la BCL a émis les produits numismatiques suivants :

- Une pièce commémorative de 2 euros, frappée à 500 000 exemplaires a été mise en circulation en janvier 2010. Cette pièce représentant l'effigie du Grand-Duc Henri ainsi que ses armoiries a également été émise en qualité BU sous forme de *coin card* éditée à 7 500 unités.
- Le set BU 2010, édité à 7 500 exemplaires, comprend l'ensemble des pièces luxembourgeoises du millésime 2010 (y compris la pièce commémorative de 2 euros).
- Le set BENELUX 2010, édité à 10 000 exemplaires, contient 8 pièces du millésime 2010 de chacun des trois pays membres.
- Le set proof 2010, émis à 1 500 exemplaires, est composé de 9 pièces.
- Une pièce en argent-niobium, émise en juin 2010 à 3 000 exemplaires, a été dédiée au château d'Esch-sur-Sûre, et constitue le second élément de la série consacrée aux châteaux du Luxembourg.
- Une pièce en argent-titane, émise en juin 2010 à 3 000 exemplaires, a été dédiée au 25^e anniversaire de la signature du Traité de Schengen.
- Une pièce en argent, émise en septembre 2010 à 3 000 exemplaires, a été dédiée au 700^e anniversaire du mariage de Jean de Luxembourg avec Elisabeth de Bohême.
- Une pièce en argent et or nordique, émise en octobre 2010 à 3 000 exemplaires, a été dédiée à l'*Arnica montana* et constitue le second élément de la série consacrée à la faune et la flore au Luxembourg.

2.5 DÉVELOPPEMENTS DANS LE DOMAINE STATISTIQUE

La collecte, la compilation et la dissémination de données dans le domaine statistique sont soumises à une évaluation permanente qui, au cours de l'année écoulée, a encore été fortement influencée par la récente crise financière. Ainsi, une importance particulière a été consacrée à la préparation des informations utilisées dans le cadre d'analyses portant sur la stabilité financière et la mise en place du Comité Européen du Risque Systémique (CERS) qui a été formalisée fin 2010.

Dans ce contexte, on note plus particulièrement la mise en œuvre de plusieurs règlements et orientations de la BCE dans le domaine des statistiques bancaires et monétaires ; ainsi, dans le but de dresser une image plus complète du secteur financier, le SEBC a notamment développé des statistiques sur les assurances et les fonds de pension.

Enfin, la BCL publie une ample série de statistiques relatives au secteur financier sur son site internet. Au cours de l'année 2010 plusieurs modifications, préparées dès 2009, ont été mises en œuvre de manière à améliorer le tissu des informations mises à la disposition du public.

2.5.1 Statistiques bancaires et monétaires

L'année 2010 a été marquée par la mise en place des nouvelles versions des principaux rapports statistiques à fournir par les institutions financières monétaires, à savoir les établissements de crédit et les OPC monétaires. La refonte de la collecte statistique a permis d'améliorer la qualité et la couverture des informations collectées sur le bilan tout en procédant à une rationalisation des demandes d'informations par l'intégration des données provenant de la collecte titre par titre. Les informations dégagées sur base de la collecte statistique auprès des institutions financières monétaires constituent un élément essentiel dans la conduite de la politique monétaire au sein de la zone euro ainsi que pour les missions de la BCL dans le domaine de la stabilité financière et de la surveillance de la liquidité.

La BCL intervient également dans la production des statistiques sur les titres européens à court terme (*Short Term European Paper – STEP*) qui sont publiées quotidiennement sur le site de la BCE.

La BCL participe aussi aux travaux statistiques menés au sein de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et contribue aux statistiques bancaires internationales collectées et publiées par la BRI.

De plus, la BCL fournit des informations sur le système bancaire luxembourgeois au Fonds Monétaire International (FMI) en vue de leur publication dans la revue mensuelle des statistiques financières internationales du FMI ainsi que dans le cadre de la norme spéciale de dissémination de données (SDDS).

2.5.2 Statistiques extérieures

La BCL publie les statistiques trimestrielles de balance des paiements du Luxembourg ainsi que les statistiques de la position extérieure globale, de la dette extérieure et des avoirs de réserves sur son site Internet. En outre, la BCL et le STATEC diffusent trimestriellement un communiqué de presse commun qui informe des principales évolutions de la balance des paiements lors de la publication de nouvelles données.

La BCL a participé à l'enquête annuelle sur les investissements de portefeuille du FMI (plus connue sous son acronyme anglais CPIS). Les résultats de cette enquête sont disponibles sur le site Internet de la BCL.

Au cours de l'année sous revue, la BCL a, conjointement avec le STATEC, continué à progresser dans le développement du futur système de collecte de balance des paiements. La BCL a notamment discuté des futures instructions avec des groupes de déclarants.

2.5.3 Statistiques économiques et financières

En janvier 2010, la BCL a commencé la collecte statistique auprès des véhicules de titrisation. L'objectif de cette collecte est de mettre à la disposition des utilisateurs des statistiques trimestrielles sur les actifs et les passifs des véhicules de titrisation luxembourgeois. Dans ce contexte, il importe également de mentionner que la BCL a contribué à l'établissement de la liste des véhicules de titrisation des pays de la zone euro, qui est régulièrement publiée par l'Eurosystème.

De plus, la BCL a également modifié la collecte auprès des organismes de placement collectif monétaires afin de simplifier l'établissement des rapports des déclarants. Ainsi le contenu de la collecte des OPC monétaires est dorénavant identique à celle des OPC non monétaires avec une fréquence accrue pour la transmission des bilans (mensuelle ou trimestrielle).

Enfin, conformément à l'accord signé en décembre 2009 avec le Service Central de la Statistique et des Etudes Economiques (STATEC) au sujet de l'établissement des comptes financiers, la BCL participe à leur élaboration.

2.5.4 Autres statistiques

Depuis une quinzaine d'années, les banques centrales du SEBC collectent dans leur juridiction respective des statistiques sur l'utilisation des différents moyens de paiement et sur l'activité des systèmes de paiement et de règlement-titres. Ces statistiques, qui reposent sur une collecte harmonisée, sont publiées annuellement par la BCE dans le « *Blue Book* ».

2.6 SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT-TITRES

2.6.1 Système de règlement brut en temps réel TARGET2

Depuis le 19 novembre 2007, le système de règlement brut en temps réel TARGET2 fonctionne sur la nouvelle plate-forme unique exploitée conjointement par les banques centrales de l'Eurosystème. La composante luxembourgeoise TARGET2-LU compte actuellement 28 participants directs (soit 3 de plus qu'en 2007), 44 participants indirects et 2 systèmes auxiliaires.

Paiements nationaux

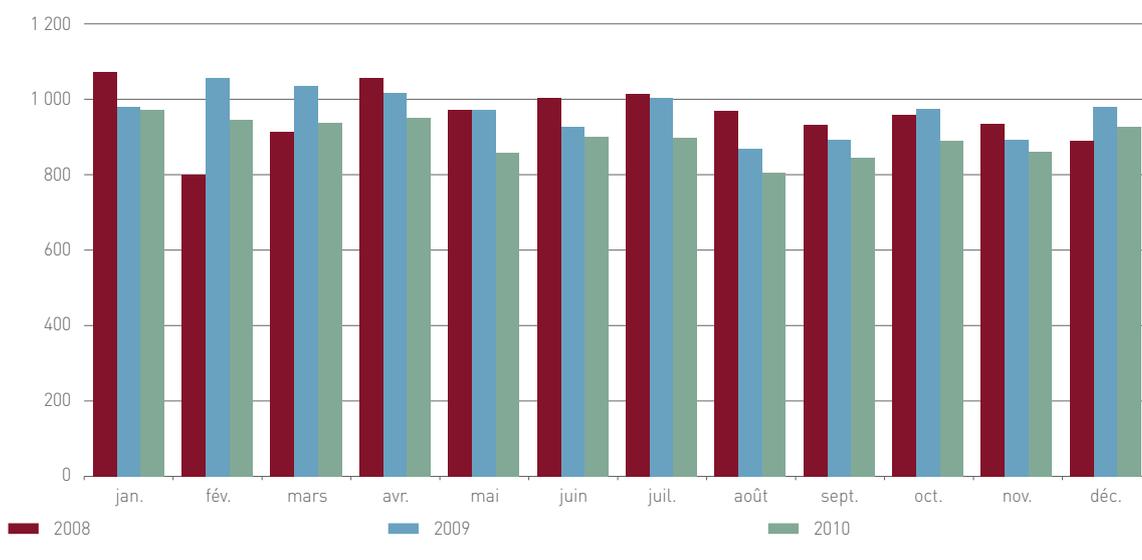
En 2010, les participants à TARGET2-LU ont échangé en moyenne mensuelle 19 379 paiements (contre 20 684 en 2009) pour une valeur de 87,9 milliards d'euros (contre 267,8 milliards d'euros en 2009). 12 588 ou

65,0% de ces paiements étaient des paiements clients. Leur valeur représentait en moyenne mensuelle 5,6 milliards d'euros, soit 6,4% de toute la valeur nationale échangée.

Dans TARGET2-LU, la diminution des volumes provoquée par la crise financière depuis la fin de l'année 2008 s'est poursuivie en 2010 sur le plan national. Par rapport à 2009, la diminution en 2010 était de 6,3%. La diminution des valeurs échangées est imputable à plus de 80% aux transferts de la BCL. Elle provient en majeure partie d'un changement de méthode qui depuis le début de l'année 2010 élimine les transferts de soldes en début de journée des statistiques, mais également, dans une moindre mesure, de la diminution du recours aux divers instruments de la politique monétaire.

Le graphique suivant illustre l'évolution des moyennes journalières en termes de volume des paiements nationaux.

Graphique 2.12 : Paiements domestiques : Évolution des volumes journaliers moyens



Paiements transfrontaliers

En 2010, les participants à TARGET2-LU ont envoyé en moyenne mensuelle 45 774 paiements vers les autres pays de l'UE (contre 42 232 paiements en 2009) pour une valeur moyenne de 570,6 milliards d'euros (contre 573,3 milliards d'euros en 2009). Les 22 408 paiements clients représentaient 48,9% du volume total. Leur part relative est en baisse de près de 5% suite à la forte augmentation des paiements interbancaires de 19 419 en 2009 à 23 363 paiements en 2010 (+20%). En valeur, les paiements clients se chiffraient à 16,8 milliards d'euros en moyenne mensuelle, soit 2,9% du total.

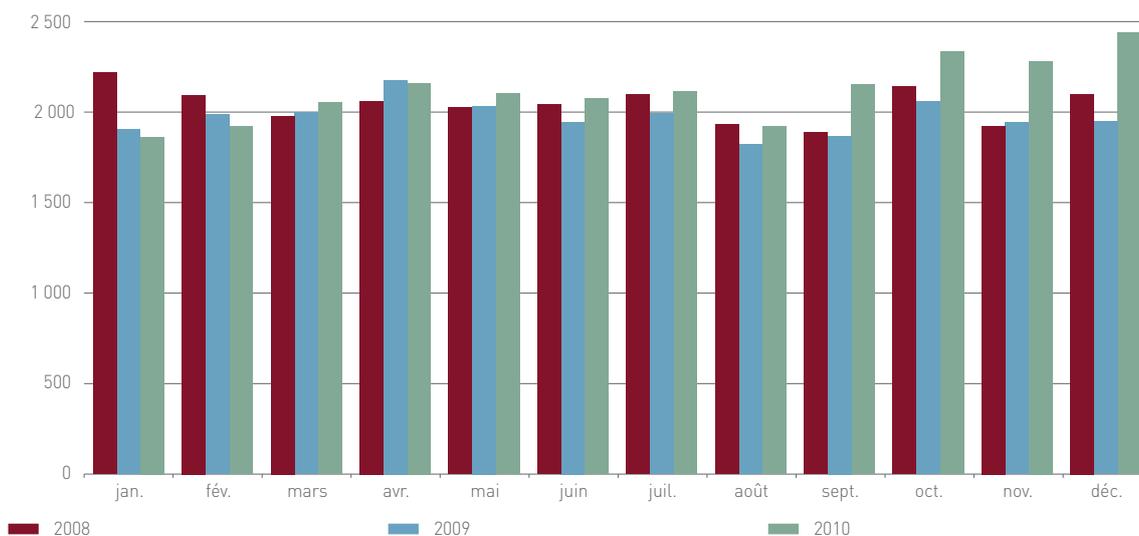
Globalement, le volume des paiements transfrontaliers a augmenté de 8,4% alors que la valeur échangée a diminué de 0,5% d'une année sur l'autre. La valeur moyenne par transfert émis se chiffrait ainsi à 12,5 millions d'euros (contre 13,6 millions en 2009). De 2009 à 2010, la valeur moyenne d'un transfert interbancaire a diminué de 28,7 millions d'euros à 23,7 millions d'euros.

Avec 36 431 paiements en moyenne mensuelle, les participants à TARGET2-LU ont reçu moins de paiements qu'ils n'en ont émis.

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

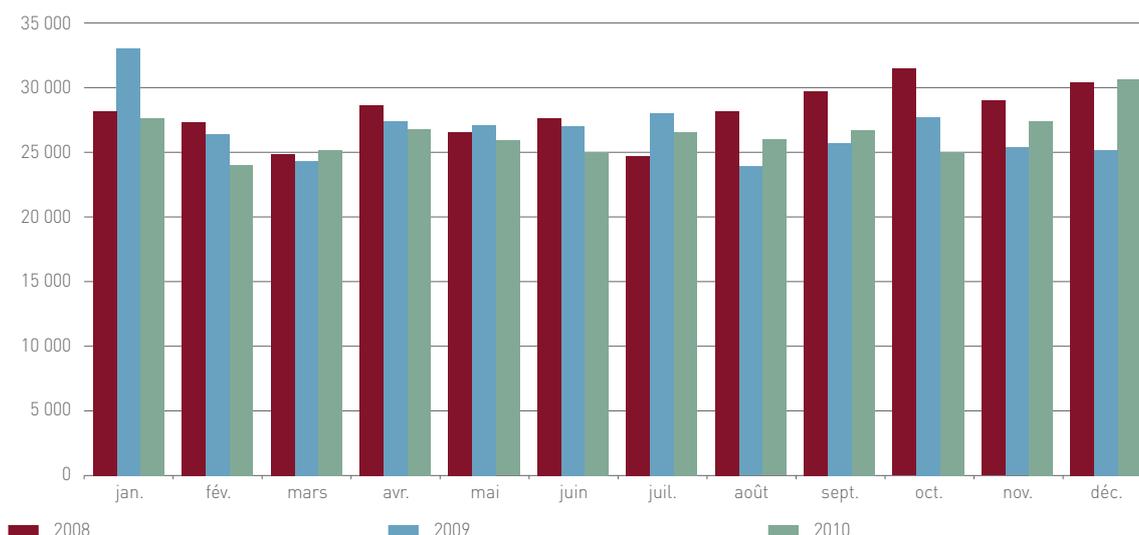
Graphique 2.13 :

Paielements transfrontaliers envoyés : Évolution du volume journalier moyen



Graphique 2.14 :

Paielements transfrontaliers émis : Évolution de la valeur journalière moyenne (millions euros)



Chiffres agrégés des paiements nationaux et transfrontaliers

Le nombre total de paiements émis par les participants à TARGET2-LU au cours de l'année 2010 a atteint 781 838 transactions (contre 754 980 en 2009, soit une augmentation de 3,5% sur une année). 419 950 ou 55,6% de ces paiements étaient des paiements clients.

Il ressort du tableau numéro 2.2 une vue globale de la moyenne journalière des volumes de paiements émis par année. Dans l'ensemble, les volumes échangés en 2010 ont légèrement augmenté par rapport à 2009, augmentation imputable exclusivement aux transferts transfrontaliers.

La valeur mensuelle moyenne de tous les paiements émis se chiffre à 658,5 milliards d'euros, dont 22,4 milliards d'euros (3,4%) pour des paiements clients.

Tableau 2.2 : Volume des paiements en moyenne journalière

	Nationaux		Transfrontaliers émis		Total émis	Transfrontaliers reçus	
	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume émis)	Volume	Volume	(% volume émis et reçu)
2008	963	(32%)	2 049	(68%)	3 012	1 687	35,9%
2009	970	(32,9%)	1 981	(67,1%)	2 951	1 616	35,4%
2010	893	(29,8%)	2 107	(70,2%)	3 000	1 704	36,22%
Variation 2009-2010	-7,9%		+6,4%		+1,7%	+5,4%	

TARGET2-LU par rapport aux autres systèmes participant à TARGET2

En 2010, l'ensemble des systèmes RTGS nationaux ont exécuté en moyenne mensuelle 4,98 millions de paiements domestiques (contre 5,07 millions en 2009) pour une valeur de 34,2 milliards d'euros. La composante luxembourgeoise représentait 0,4 % de ce volume et 0,6 % de cette valeur.

A ces chiffres s'ajoutent 2,40 millions de paiements transfrontaliers (2,15 millions en 2009) qui totalisent 15 226 milliards d'euros (11 593 milliards d'euros en 2009) en moyenne mensuelle. Le Luxembourg a contribué pour 1,9 % au volume et pour 4,3 % à la valeur échangés.

Disponibilité et performance de TARGET2

Comme en 2009, la disponibilité de la plateforme TARGET2, et donc de TARGET2-LU, a été de 100 % en 2010. En 2008, elle était de 99,96 %.

En moyenne journalière, la plateforme unique a reçu 341 226 instructions de paiements dont 99,74 % ont été traités dans les 5 minutes (contre 99,96 % en 2009) et 0,08 % endéans 15 minutes. Pour 0,18 %, l'exécution a pris plus de 15 minutes.

2.6.2 Système de compensation interbancaire servant le marché luxembourgeois

Mis à part les billets et les pièces, les instruments de paiement de masse les plus communément utilisés au Luxembourg sont les cartes de paiement, les virements et les domiciliations de créances (ou prélèvements).

Le volume de transactions par chèque continue de fortement diminuer ces dernières années. Depuis le 1^{er} juillet 2006⁷, les banques luxembourgeoises échangent et compensent les chèques sur base bilatérale.

Les virements et les ordres permanents

Les transactions de virement peuvent être internalisées au sein des banques, traitées bilatéralement entre les banques concernées ou dans un système de paiement (par exemple TARGET2 ou STEP2⁸). La majeure partie des transactions luxembourgeoises de virements et d'ordres permanents est compensée dans STEP2.

En 2010, les participants luxembourgeois ont envoyé en moyenne journalière dans STEP2 75 149 opérations pour une valeur totale de 197 millions d'euros. Les transactions nationales⁹ ont constitué 66 % du volume (environ 49 672 opérations par jour) et ont totalisé 119 millions d'euros (soit 60 % de la valeur).

L'activité des paiements luxembourgeois émis dans STEP2 a connu une croissance en 2010 avec une augmentation d'environ 4 % du volume et de 20 % de la valeur par rapport à 2009. En ce qui concerne l'activité domestique, la croissance de 2010 par rapport à l'année précédente était presque nulle pour le volume et de 17 % pour la valeur.

⁷ Date d'arrêt du système de compensation des chèques de la place de Luxembourg

⁸ Le système STEP2 est géré par l'Association Bancaire pour l'Euro (ABE).

⁹ Sont considérés comme nationaux les virements et les domiciliations dont la banque débitrice et créditrice est luxembourgeoise.

Tableau 2.3 : Variation annuelle de l'activité dans STEP2

Variation annuelle	2010/2009	2009/2008
Volume total	4 %	10 %
Valeur totale	20 %	25 %
Volume domestique	0,1 %	2 %
Valeur domestique	17 %	19 %

Les domiciliations de créances

En attendant l'essor du prélèvement européen (voir ci-dessous « Le projet européen SEPA »), les prélèvements sont des paiements domestiques que les banques compensent par le système DOM-Electronique, par internalisation ou bilatéralement.

En 2010, le volume de domiciliations réalisées s'est élevé à 15,72 millions pour un montant de 7 016 millions d'euros.

L'utilisation des cartes de paiement au Luxembourg

On distingue deux grands types de cartes de paiement, les cartes de débit et les cartes de crédit. Le système national de carte de débit est Bancomat. Celui-ci bénéficie d'un partenariat avec le système international Maestro. Les cartes de crédit émises au Luxembourg sont principalement Visa et Mastercard. Fin décembre 2010, le nombre total de cartes de débit émises par les banques au Luxembourg et gérées par le CETREL¹⁰ avoisinait 600 000 unités (576 000 en 2009). Le nombre de cartes de crédit émises par les banques au Luxembourg à cette même date excédait 505 000 unités (484 000 en 2009).

En 2010, le nombre de transactions¹¹ effectuées à l'aide de cartes de débit émises au Luxembourg¹² s'est élevé à 49,92 millions (40,59 millions en 2009) pour une valeur totale de 3,36 milliards d'euros (3,19 milliards d'euros en 2009). Le nombre de transactions réalisées par carte de crédit était de 22,48 millions (21,89 millions en 2009) pour un montant de 2,39 milliards d'euros (2,27 milliards d'euros en 2009).

En ce qui concerne les transactions réalisées sur le territoire luxembourgeois à l'aide de cartes émises au Luxembourg ou à l'étranger, leur nombre s'est élevé à 39,31 millions (38,21 millions en 2009) pour une valeur de 2,79 milliards d'euros (2,72 milliards d'euros en 2009) pour les transactions utilisant des cartes de débit, et à 21,28 millions (21,39 millions en 2009) équivalant à environ 1,90 milliard d'euros (1,87 milliard d'euros en 2009) pour les transactions utilisant des cartes de crédit.

MiniCash est le porte-monnaie électronique luxembourgeois. Il consiste en une puce électronique installée sur une carte de débit Bancomat sur laquelle le client peut transférer une somme d'argent échangée en monnaie électronique. En 2010, 1,71 million de transactions (contre 2,10 millions en 2009, soit une baisse de 23 %) ont été effectuées pour un montant total de 3,90 millions d'euros (contre 5,49 millions d'euros en 2009, soit une diminution de 40 %). L'arrêt définitif de MiniCash est prévu pour le 31 octobre 2011.

Le projet européen SEPA

Le projet SEPA (« *Single European Payment Area* ») s'inscrit dans la continuité de la mise en place de l'euro. Il prévoit la création d'un espace unique de paiements en euros au sein duquel tous les paiements scripturaux sont traités de manière domestique, sans distinction entre paiements nationaux et paiements transfrontaliers.

¹⁰ Centre de Transferts Electroniques ; <http://www.cetrel.lu>

¹¹ Transactions de paiements et retraits aux distributeurs automatiques de banques. Les données proviennent de l'opérateur le plus représentatif sur le marché.

¹² Il s'agit des transactions réalisées au Luxembourg et à l'étranger.

SEPA vise plus concrètement la mise en place de moyens de paiement communs et régis par un cadre juridique harmonisé. Au sein de la zone SEPA (32 pays), les acteurs économiques pourront effectuer des paiements à partir d'un seul compte en utilisant une gamme unique d'instruments de paiement leur permettant ainsi de réaliser des paiements en euros avec autant de facilité et dans les mêmes conditions que pour les transactions nationales.

La mise en place du projet SEPA est assurée par l'industrie bancaire européenne, représentée par le Conseil européen des paiements ou *European Payments Council* (EPC)¹³. L'Eurosystème et la Commission européenne sont les catalyseurs du projet.

Les nouveaux instruments de paiement SEPA se présentent comme suit :

- le virement européen ou *SEPA Credit Transfer* (SCT) en vigueur depuis le 28 janvier 2008 ;
- le prélèvement européen ou *SEPA Direct Debit* (SDD), en vigueur depuis le 1^{er} novembre 2009 ;
- les cartes de paiement : selon le *SEPA Cards framework* (SCF), tout détenteur de carte doit pouvoir utiliser sa carte dans l'ensemble de la zone SEPA et tout commerçant doit être capable d'accepter l'ensemble des cartes, tant que cela se justifie économiquement. Des standards communs au niveau du traitement des cartes sont en cours d'élaboration au niveau européen ; leur mise en place est prévue pour 2010-2012.

La mise en place du projet SEPA au Luxembourg est assurée par l'Association des Banques et Banquiers Luxembourgeois (ABBL) par l'intermédiaire d'un comité qui regroupe les principaux établissements de crédit actifs dans le domaine de la banque de détail ainsi que les autorités de surveillance de la Place financière.

Les banques luxembourgeoises ont déjà adopté le virement européen pour les opérations de clientèle. L'adoption du prélèvement européen est effective depuis la fin 2010. Toutefois le nombre de créanciers utilisant la domiciliation européenne reste très faible.

La loi du 10 novembre 2009, qui transpose notamment la directive 2007/64/CE du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, apporte des changements significatifs dans le domaine des paiements au Luxembourg. Celle-ci fait l'objet d'une description détaillée dans la partie « Actualité législative et réglementaire ».

2.6.3 Cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème

2.6.3.1 Liste des titres éligibles

Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème sont effectuées « sur base d'une sûreté appropriée pour les prêts »¹⁴. A ce titre, chaque contrepartie présente des actifs en garantie de ses crédits auprès d'une banque centrale de l'Eurosystème. Ces actifs doivent être conformes aux critères d'éligibilité spécifiés par l'Eurosystème dans la documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème. La liste des actifs éligibles est disponible sur le site internet de la BCE. Cette liste unique pour les opérations de crédit de l'Eurosystème comprend deux types d'actifs, les actifs négociables (titres) et les actifs non négociables (en particulier des créances privées).

En avril 2010, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les instruments suivants ne seraient plus éligibles à partir du 1^{er} janvier 2011 :

- Titres négociables libellés en dollars, livres sterling, et yens, et émis dans la zone euro.
- Titres émis par les établissements de crédit et négociés sur certains marchés non réglementés acceptés par l'Eurosystème.
- Titres de créance subordonnés accompagnés d'une garantie à première demande.

¹³ L'EPC a été créé en 2002 par le secteur bancaire et compte pour membres des banques et des associations bancaires établies dans tous les Etats membres de l'Union européenne. Pour plus d'informations concernant l'EPC : www.europeanpaymentscouncil.eu

¹⁴ Article 18 des statuts du SEBC et de la BCE ; article 22 de la loi organique de la BCL.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de maintenir la notation minimum pour les actifs négociables et non négociables au niveau « *investment grade* » (BBB-/Baa3) au-delà de fin 2010, sauf pour les titres adossés à des actifs (ABS). De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé d'appliquer, à partir du 1^{er} janvier 2011, un barème de décotes progressives aux actifs notés de BBB+ à BBB- (ou équivalents). Des informations plus détaillées relatives à ce barème de décotes sont publiées sur le site internet de la BCE.

Le 3 mai 2010, le Conseil des gouverneurs a suspendu, jusqu'à nouvel avis, l'application, dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par l'Etat grec, du seuil minimum de notation du crédit requis pour l'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Cette décision résulte, également du point de vue de la gestion des risques, de l'évaluation positive par le Conseil des gouverneurs du programme d'ajustement économique et financier, qui a été négocié avec la Commission européenne et le FMI, en collaboration avec la BCE, et approuvé par le gouvernement grec, et de l'engagement fort du gouvernement grec d'appliquer intégralement ce programme.

En décembre 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé d'ajouter les dépôts à terme fixe aux actifs éligibles comme garantie des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et des crédits intra-journaliers.

Le 31 mars 2011, le Conseil des gouverneurs a suspendu, jusqu'à nouvel avis, l'application, dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par l'Etat irlandais, du seuil minimum de notation du crédit requis pour l'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Cette décision résulte, également du point de vue de la gestion des risques, de l'évaluation positive par le Conseil des gouverneurs du programme d'ajustement économique et financier, qui a été négocié avec la Commission européenne et le FMI, en collaboration avec la BCE, et approuvé par le gouvernement irlandais, et de l'engagement fort du gouvernement irlandais d'appliquer intégralement ce programme.

Concernant les titres adossés à des actifs, le Conseil des gouverneurs avait décidé en novembre 2009 d'exiger au moins deux notations attribuées par des organismes externes d'évaluation du crédit reconnus pour tous les ABS émis à compter du 1^{er} mars 2010. L'éligibilité de ces ABS est déterminée selon la règle de la « deuxième meilleure notation », ce qui signifie que le seuil minimum de notation applicable aux ABS doit être respecté non seulement par la meilleure notation mais également par la seconde. À partir du 1^{er} mars 2011, la règle de la deuxième meilleure notation et l'exigence d'un minimum de deux notations s'appliquent à tous les ABS.

Les actifs éligibles peuvent être utilisés dans toute la zone euro en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Pour la mobilisation des actifs éligibles, les contreparties de l'Eurosystème utilisent différents canaux et procédures en fonction de la nature des actifs et du pays dans lequel les actifs sont détenus. Les actifs non négociables sont mobilisés via des procédures appropriées de traitement développées par chaque banque centrale nationale (mobilisation domestique) ou par l'intermédiaire d'une banque centrale correspondante (mobilisation transfrontalière). La mobilisation des actifs négociables requiert l'implication d'un ou de plusieurs systèmes de règlement de titres.

2.6.3.2 Les systèmes de règlement de titres

Sélection des dépositaires éligibles

Pour la mobilisation des titres par ses contreparties, l'Eurosystème a sélectionné des systèmes de règlement de titres éligibles opérés par des dépositaires centraux de titres. Un système de règlement de titres est éligible s'il obtient, après vérification de sa conformité avec les critères d'évaluation établis par l'Eurosystème (les standards utilisateurs), l'approbation du Conseil des gouverneurs de la BCE. Dans ce contexte, l'Eurosystème effectue des évaluations des systèmes de règlement de titres ainsi que des liens entre les systèmes. Au Luxembourg, les systèmes opérés par Clearstream Banking S.A. (CBL) et par VP Lux S.à r.l. sont éligibles pour la mobilisation des titres par les contreparties de l'Eurosystème.

Utilisation transfrontalière des titres

En plus des titres éligibles déposés auprès de leur dépositaire national, les contreparties de l'Eurosystème peuvent présenter en garantie de leurs crédits des titres inscrits auprès d'un dépositaire situé dans un autre

Etat membre de l'UE. L'Eurosystème prévoit deux méthodes pour utiliser les titres de manière transfrontalière. Les contreparties peuvent utiliser :

- le modèle de banque centrale correspondante (MBCC)¹⁵, ou
- des liens établis entre des systèmes de règlement de titres des dépositaires.

Actuellement deux types de liens sont éligibles, les liens directs et les liens relayés :

- les liens directs rendent disponibles, dans un système de règlement de titres d'un pays de la zone euro, des titres émis dans un système d'un autre pays de la zone euro grâce à des comptes bilatéraux que les deux systèmes entretiennent entre eux.
- les liens relayés permettent à deux systèmes sans comptes bilatéraux de transférer des titres entre eux par l'utilisation d'un troisième système intermédiaire.

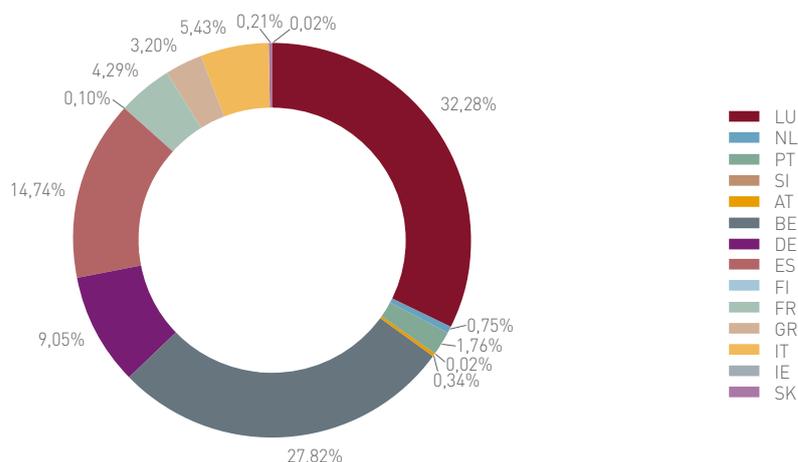
L'éligibilité de chaque lien requiert l'approbation préalable du Conseil des gouverneurs. En 2010, les banques luxembourgeoises pouvaient utiliser des liens directs entre CBL et Clearstream Banking A.G. Frankfurt, Euroclear Bank, le système de règlement de titres opéré par la Banque Nationale de Belgique, Monte Titoli (Italie), OekB (Autriche), Euroclear Netherlands (Pays-Bas), Euroclear France, et KDD (Slovénie).

2.6.4 Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)

Le but du MBCC est de rendre possible, pour toutes les contreparties de l'Eurosystème, l'utilisation de manière transfrontalière des titres même s'il n'existe pas de lien éligible entre le dépositaire national et le dépositaire étranger dans lequel la contrepartie détient des titres. Dans le 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 où sont enregistrées les garanties déposées. Par ailleurs, la banque centrale du pays d'origine (BCPO) accorde le crédit à sa contrepartie sur base des confirmations reçues par la BCC.

Graphique 2.15 :

Banque centrale correspondante – 2010



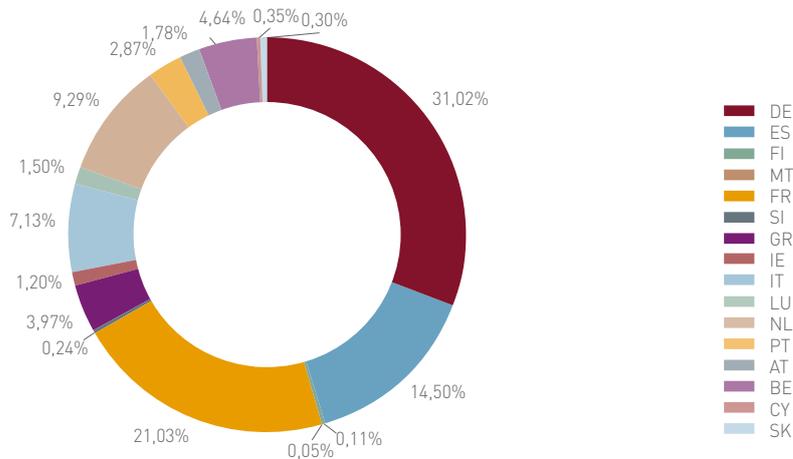
Le MBCC demeure le canal principal pour la mobilisation transfrontalière des titres utilisés dans les opérations de crédit de l'Eurosystème.

En pourcentage de la valeur, les banques centrales les plus sollicitées en tant que correspondant en 2010 étaient celles du Luxembourg (32,28%), de Belgique (27,82%), d'Espagne (14,74%) et d'Allemagne (9,05%). Les banques centrales du pays d'origine les plus actives étaient celles d'Allemagne (31,02%), de France (21,03%), d'Espagne (14,50%) et des Pays-Bas (9,29%).

15 Correspondent Central Banking Model, CCBM, voir 2.6.4 ci-dessous.

Graphique 2.16 :

Banque centrale du pays d'origine – 2010



Encadré 2.1 :

LE PROJET DE SYSTÈME TARGET2-SECURITIES

Face à un marché très fragmenté comportant une multitude de systèmes de règlements de titres et face à la nécessité de disposer d'une infrastructure européenne de règlement de titres, l'Euro-système a poursuivi ses travaux pour développer le système TARGET2-Securities (T2S). Le projet T2S consiste plus spécifiquement en la mise en place d'une plateforme unique qui gèrera de façon harmonisée les opérations de règlement-livraison de titres des différents dépositaires centraux participants avec le règlement à la fois de la partie titres et de la partie cash en monnaie banque centrale. Il s'inscrit dans le processus plus général d'intégration des marchés financiers en Europe devant mener à une uniformisation des procédures et à une réduction substantielle des coûts et des risques.

Succédant à la phase de «Spécification», le projet Target2-Securities est entré dans sa phase de «Développement» en 2010. Au-delà de l'annonce de la date de lancement, prévue en septembre 2014, un certain nombre de développements ont pris corps dans le cadre du projet au cours de l'année. Les plus importants d'entre eux sont les suivants:

- Les spécifications utilisateurs de T2S, finalisées en 2009 puis soumises à consultation, ont été «gelées» officiellement en février 2010 de façon à constituer une base stable pour l'élaboration de la première version de la plateforme;

- L'orientation relative à T2S a été adoptée par le Conseil des gouverneurs en avril 2010 ;
- D'intenses négociations ont lieu entre le *Programme Board*, organe créé par le Conseil des gouverneurs, et les dépositaires centraux de titres ayant signé « le Memorandum of Understanding » en vue d'élaborer le contrat-cadre appelé à régir leurs relations une fois Target2-Securities lancé. Les discussions sur cet important cadre contractuel étaient pratiquement conclues à la fin de l'année, en vue de la signature du contrat-cadre qui adviendra courant 2011;
- Le projet Target2-Securities a pour la première fois été présenté au SIBOS (*Swift International banking operations seminar*) en octobre 2010 à Amsterdam.
- Durant le SIBOS, la tarification de Target2-Securities a été annoncée publiquement avec la fixation à 15 centimes du prix d'une transaction standard de livraison contre paiement, et ce aussi bien pour une transaction intra-CSD que pour une transaction transfrontalière;
- Une activité intense au niveau de l'équipe du projet a visé, en collaboration étroite avec un nombre importants d'acteurs du marché, à préciser les modalités de mise en œuvre des fonctionnalités de T2S; un certain nombre de pratiques de marché vont être harmonisées au travers de l'ensemble des pays candidats à

l'utilisation de la plateforme. Cette interaction s'est matérialisée au travers de nombreuses sessions de travail.

L'année 2011 sera une année clé pour le projet Target2-Securities avec la signature de l'accord-cadre entre l'Eurosystème et les dépo-

sitaires centraux de titres (CSDs) participants ainsi qu'avec la communication par les CSDs de la manière dont ils entendent s'adapter et intégrer la plateforme T2S à leurs opérations dans le futur et les implications qu'une telle intégration aura sur leur modèle économique et celui de leurs clients.

Encadré 2.2:

LE PROJET DE SYSTÈME CCBM2

En 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé de développer et de mettre en œuvre la plateforme unique CCBM2 (*Collateral Central Bank Management*). Cette plateforme offrira aux banques centrales les fonctionnalités nécessaires à la gestion des titres et des créances reçues des contreparties, tant pour la gestion des garanties domestiques que pour la gestion des garanties transfrontalières. Le développement et l'exploitation de CCBM2 ont été confiés à la Banque nationale de Belgique et de Nederlandsche Bank pour compte de l'Eurosystème. Il est envisagé que les opérations de la plateforme démarrent avant celles de T2S.

CCBM2 interagira de manière étroite avec les deux autres infrastructures opérées par l'Eurosystème dans le domaine de la liquidité, TARGET2 et T2S. Les trois systèmes fourniront des services complémentaires. Par exemple, sur base des titres réglés dans T2S, CCBM2 instruit TARGET2 de mettre à jour la ligne de crédit d'une contrepartie dans TARGET2. Compte tenu des complémentarités et de l'efficacité améliorée, la plateforme CCBM2 constituera une initiative supplémentaire de l'Eurosystème renforçant l'intégration du marché.

CCBM2 traitera les instructions suivant le principe du «*Straight-Through Processing*» (traitement automatique de bout en bout). Cela permettra aux contreparties de l'Eurosystème de mobiliser leurs garanties de manière rapide et sécurisée pour générer l'émission en temps réel des crédits correspondants dans TARGET2. Pour les contreparties, CCBM2 facilitera donc l'exploitation des bénéfices de TARGET2 et de T2S. De plus, CCBM2 entraînera une standardisation de la communication et des procédures de mobilisation du collatéral. Enfin, CCBM2 permettra aux banques opérant dans plusieurs pays de la zone euro d'optimiser leur utilisation de garanties et, par ce biais, d'améliorer la gestion de leurs liquidités.

CCBM2 sera un système modulaire, consistant en un «routeur de messages», et en modules pour le traitement des actifs négociables et non négociables. Seule la participation dans le «routeur de messages» est obligatoire pour les banques centrales nationales (BCN). Ceci garantira une interaction standardisée entre l'Eurosystème et les contreparties, et permettra aux BCN de choisir les modules de CCBM2 en fonction de leurs propres besoins. En 2010, les BCN de l'Eurosystème ont confirmé leur participation dans les différents modules de CCBM2. La grande majorité des BCN de l'Eurosystème participera dans tous les modules de CCBM2.

En 2010, l'Eurosystème a également terminé la rédaction du «*Business Requirements Document*», document qui définit les fonctionnalités ainsi que les besoins non fonctionnels de la plateforme CCBM2. Les fonctionnalités décrivent les tâches que CCBM2 devra accomplir tandis que les besoins non fonctionnels définiront le niveau de service de la plateforme. Sur base du «*Business Requirements Document*», l'Eurosystème a ensuite commencé à élaborer des fonctionnalités détaillées qui permettront de développer le logiciel du système CCBM2. De plus, l'Eurosystème a commencé à rédiger un «*Interface Guide*» qui indiquera les réseaux de communication ainsi que les messages qui seront utilisés par des dépositaires de titres et les contreparties pour communiquer avec CCBM2. CCBM2 permettra l'utilisation de SWIFT et d'Internet comme réseau de communication.

Bien que CCBM2 poursuive l'objectif d'une gestion techniquement consolidée des garanties, les BCN resteront responsables des relations avec leurs contreparties. En fonction de la disponibilité de la documentation technique, la BCL va renforcer les travaux préparatoires avec ses contreparties et avec les dépositaires de titres en 2011. Ces travaux comprendront d'une part l'échange continu d'informations sur la planification du projet, et d'autre part les préparatifs en vue de la certification des contreparties, la conduite des tests, la migration, et la phase opérationnelle de CCBM2.

2.6.5 Création de LuxCSD

Dans le cadre du développement de Target2-Securities (T2S), un Dépositaire Central de Titres (CSD, pour «*Central Securities Depository*») fournissant des services en monnaie banque centrale a dû être créé au Luxembourg. LuxCSD, le nouveau dépositaire central de titres à Luxembourg, vise à fournir un accès local à l'infrastructure T2S lorsque celle-ci sera mise en place, en 2014.

La société LuxCSD S.A. a été créée en juillet 2010, conjointement par la Banque centrale du Luxembourg et par la société Clearstream International dans le cadre d'un partenariat à parts égales. Par ailleurs, le groupe Clearstream sera appelé à être l'opérateur de LuxCSD qui fournira les principaux services suivant :

- le dénouement de transactions sur titres en monnaie banque centrale ;
- le dénouement de transactions sur titres franco ;
- l'émission de titres avec dénouement en monnaie banque centrale ou franco ;
- la conservation des titres déposés ;
- le routage d'ordres dans des OPCVM ;
- le dénouement direct contre des contreparties dans Clearstream Banking ;
- à terme, un accès national à T2S.

Les titres émis et admis dans LuxCSD pourront être des obligations, actions ou OPCVM, domiciliés ou non à Luxembourg. Une attention spécifique sera portée à la fourniture de services portant sur des OPCVM étant donné la place prépondérante du Luxembourg dans ce domaine.

LuxCSD, qui sera opérationnel durant la seconde moitié de l'année 2011, sera évalué dans le cadre des procédures de l'Eurosystème. La BCL y ouvrira un compte pour collecter les garanties nécessaires aux opérations de politique monétaire.

La gouvernance de LuxCSD s'articule autour d'un conseil d'administration comptant actuellement trois membres dont un provenant de la Banque centrale du Luxembourg et deux de Clearstream Banking. Le conseil d'administration est secondé par un Directeur général en charge de la gestion journalière et par une commission d'utilisateurs.

2.7 STABILITÉ FINANCIÈRE ET SURVEILLANCE PRUDENTIELLE

2.7.1 Supervision macro-prudentielle

2.7.1.1 La supervision macro-prudentielle au Luxembourg

Étant donné le fort degré d'interconnexion entre les différents acteurs financiers, l'identification et l'analyse de risques systémiques potentiels nécessitent une approche holistique du système financier. En effet, toute composante du système financier est susceptible d'engendrer l'émergence de vulnérabilités qui peuvent avoir des répercussions importantes sur le secteur financier et la sphère réelle. Par conséquent, l'analyse macro-prudentielle doit être fondée sur une large gamme de données appropriées, à la fois au niveau agrégé mais aussi au niveau individuel en ce qui concerne les établissements financiers d'envergure systémique.

Afin d'évaluer le degré de solidité du système financier dans son ensemble ainsi que l'importance des risques systémiques susceptibles d'affecter les équilibres existants du système financier luxembourgeois, l'approche macro-prudentielle au niveau de la BCL s'appuie sur de multiples méthodologies et indicateurs. Néanmoins et au vu de l'importance du secteur bancaire au Luxembourg et de son inter-connectivité avec d'autres segments du système financier, la BCL accorde une importance particulière à l'analyse de ce secteur dans une optique macro-prudentielle. Actuellement, la surveillance macro-prudentielle au sein de la BCL privilégie la dimension temporelle, laquelle est étroitement liée à la problématique de la pro-cyclicité.

S'agissant, des outils utilisés pour l'analyse temporelle, ils englobent en particulier la modélisation du lien entre la finance et l'économie réelle, la construction d'un modèle dédié à l'analyse de la liquidité des banques en présence de chocs, le développement d'un indice de vulnérabilité du système avec des projections

à deux ans, l'estimation des probabilités de défaut des banques et de leurs contreparties,.... Il ressort de l'ensemble des analyses que le secteur bancaire est suffisamment robuste pour amortir la matérialisation de chocs réels ou financiers sévères. Il y a lieu de rappeler que certains indicateurs développés par la BCL relèvent d'une approche prospective.

En effet, afin d'être en mesure d'anticiper les risques de survenance de fragilités au sein du secteur bancaire, la BCL accorde une importance particulière aux évolutions de son indicateur synthétique de vulnérabilité financière ainsi qu'aux résultats des stress-tests macro-prudentiels. S'agissant de l'indicateur de vulnérabilité, il est construit à partir d'un éventail de variables issues du bilan et du compte de pertes et profits des banques (dépôts à vue et interbancaire, profitabilité, variabilité des fonds propres et des provisions), de données macro-financières (rendement des indices boursiers) et de variables reflétant la structure compétitive du secteur bancaire (variation du nombre de banques).

En tenant compte des informations disponibles et des projections macroéconomiques de l'Eurosystème, des prévisions à un horizon de deux ans de cet indicateur sont réalisées afin d'apprécier l'évolution à moyen terme de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois. A titre indicatif, les projections obtenues pour 2011-2012 laissent présager que le niveau de cet indice demeure très proche du niveau du risque historique moyen. Autrement dit, il est compatible avec les exigences de la stabilité financière. Quant aux stress tests, la BCL a mené deux exercices sur le secteur bancaire luxembourgeois en 2010 (voir encadrés 2.3 et 2.4). Le premier a été conduit dans le cadre de la mission d'évaluation de la stabilité financière du système financier luxembourgeois menée par le Fonds monétaire international ; tandis que le second portait sur l'analyse du risque de crédit. Les résultats les plus récents de l'ensemble de ces approches sont décrits dans la revue de stabilité financière de la BCL, publiée à la fin du mois d'avril de l'année en cours.

D'autres analyses ad-hoc sont conduites de manière à apprécier les répercussions de l'émergence de nouveaux risques. Dans ce cadre, deux études furent réalisées récemment pour quantifier l'impact de la nouvelle régulation de Bâle 3 sur les établissements de crédit luxembourgeois. Par ailleurs, un projet commun conduit par la BCL et la LSF, bénéficiant du financement du fonds national de recherche, a débuté au premier trimestre 2011. Il est dédié à l'analyse des problématiques ayant trait à la stabilité financière du système financier luxembourgeois. D'ailleurs, les efforts fournis se sont traduits par l'obtention de résultats préliminaires encourageants en matière d'estimation des probabilités de défaut des banques luxembourgeoises en s'appuyant sur le modèle de Merton.

Néanmoins, la BCL demeure très attentive aux répercussions de la mise en place des nouvelles règles de Bâle en matière de liquidité et de levier d'endettement. Il nous semble nécessaire que ces nouvelles règles doivent tenir compte du modèle d'affaire des banques. Ceci est d'autant plus vrai que l'impact de l'accumulation de la régulation sur le secteur bancaire n'est analysé que selon des approches partielles.

Quant à l'analyse de la dimension transversale, elle est contrainte par la limitation de la disponibilité des données nécessaires à l'évaluation des expositions communes. En dépit de cette contrainte, l'exploitation de la base de données « titre par titre » de la BCL a permis à la BCL d'analyser de manière continue l'importance des expositions au risque souverain des établissements de crédit et des fonds d'investissement. Afin d'approfondir notre compréhension de l'inter-connectivité des banques luxembourgeoises, mais aussi du degré de concentration de leurs expositions à des contreparties communes, la BCL, en tant qu'autorité de supervision macro-prudentielle, contribuera au réseau de recherche établi par le système européen des banques centrales en charge de l'analyse des canaux de contagion à travers l'exploitation des données de TARGET II.

Dans l'exercice de ses fonctions en matière de supervision macro-prudentielle, la BCL contribue activement aux différents comités et groupes de travail du Système européen des banques centrales (SEBC), tel que le Financial stability Committee (FSC), créé en 2011 pour remplacer l'ancien BSC. Enfin, il y a lieu de noter que l'implication de la BCL en matière de supervision macro-prudentielle s'est considérablement accrue suite à la mise en place du nouveau Comité européen du risque systémique (CERS) ainsi que de ses composantes, notamment le Comité technique consultatif et ses deux sous-structures relatives aux instruments macro-prudentiels et à l'analyse macro-prudentielle.

Encadré 2.3:

LA MISSION FSAP DU FMI

La mission du Fonds monétaire international (FMI) s'est rendue au Luxembourg en novembre 2010 afin de mener un Programme d'évaluation du secteur financier (connu sous le nom de *Financial Sector Assessment Program, FSAP*). Les évaluations entreprises dans le cadre du FSAP, auxquelles la BCL a apporté son concours, ont pour objectif principal d'évaluer la solidité du secteur financier. A cette fin, les discussions ont notamment porté sur l'analyse de la solidité des banques, des assurances et des fonds d'investissement ainsi que sur la structure du système financier luxembourgeois. De plus, la qualité du cadre juridique et des infrastructures financières, comme les systèmes de paiement et de règlement sur titres, et l'aptitude des autorités compétentes à gérer efficacement une crise d'envergure systémique ont été examinées. La BCL a été impliquée dans l'évaluation des chambres de compensation (*central counterparties*) au Luxembourg ainsi que dans la conduite de tests de résistance au niveau macro et en matière de liquidité.

De plus, trois exercices d'auto-évaluation (*self-assessment*) ont été menés par les autorités compétentes afin d'estimer la qualité de la surveillance du système financier au regard des normes internationales reconnues. Ceux-ci concernaient : l'éva-

luation des principes fondamentaux du Comité de Bâle, l'évaluation du degré de transposition des objectifs et principes de la régulation financière de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO) et l'évaluation des principes fondamentaux pour les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (CPSS/IOSCO).

Par ailleurs, la BCL a participé à la conduite d'un test de résistance dans le cadre du FSAP, qui avait pour but d'analyser la capacité du secteur bancaire luxembourgeois dans son ensemble à résister à l'émergence de chocs macroéconomiques¹. L'approche retenue par le FMI pour la mise en œuvre des simulations des scénarios est fondée sur une logique « top down ». Elle consiste à mesurer les effets de chocs sur les banques de l'échantillon en termes d'impact sur le ratio de solvabilité *Tier 1* à travers l'analyse de la sensibilité. Il ressort de cet exercice que les profits demeurent comme étant les premiers amortisseurs des pertes engendrées par la survenance de chocs économiques défavorables. Toutefois, il s'avère que les profits générés seront parfois insuffisants pour couvrir les pertes réalisées en période de stress, ce qui nécessite alors la mobilisation des capitaux propres.

1 Pour plus de détails, voir la Revue de stabilité financière 2011 de la BCL

Encadré 2.4:

LE TEST DE RÉSISTANCE EUROPÉEN

En 2010, un test de résistance a été conduit à l'échelle européenne sous l'égide du Conseil des Ministres des finances de l'Union (Conseil ECOFIN) et coordonné par le Comité européen des superviseurs bancaires (CEBS) - dont l'Autorité bancaire européenne (ABE) est désormais le successeur - en étroite coopération avec la Banque centrale européenne (BCE). L'objectif de cet exercice était d'évaluer la capacité de résistance du système bancaire européen en cas de chocs économiques et financiers sévères en 2010 et 2011.

Cet exercice portait sur 91 banques et groupes bancaires européens, prenant ainsi en compte non seulement les grandes banques aux activités transfrontalières, mais aussi certaines banques domestiques importantes au sein des Etats membres. En ce qui concerne le Luxembourg, deux banques ont été incluses dans la liste compte tenu de

leurs rôles dans le secteur financier luxembourgeois. La BCE a été étroitement impliquée dans le développement des scénarios macroéconomiques définis pour les années 2010 et 2011, aussi bien en ce qui concerne le scénario de base que les deux scénarios adverses. Les banques incapables de maintenir un ratio de fonds propres de catégorie 1 supérieur à 6% d'ici la fin de l'année 2011, dans le cadre du scénario le plus sévère, étaient considérées comme ayant échoué aux tests.

En se basant sur ses modèles internes de tests de résistance, la BCL a approuvé les ratios de solvabilité sur fonds propres de base, tels que publiés par les deux banques luxembourgeoises. Dans le cadre du scénario adverse le plus sévère, ces ratios se situaient confortablement au-dessus du seuil de 6%, attestant la solidité des banques luxembourgeoises. Cet exercice a été réitéré au cours du premier semestre 2011, selon des scénarios macroéconomiques plus sévères et des examens mutuels (*peer review*) renforcés.

2.7.1.2 La mise en place du Système européen de surveillance financière (SESF)

Suite aux recommandations avancées par le groupe de haut niveau présidé par Jacques de Larosière en vue de renforcer le dispositif européen de surveillance financière, la Commission européenne avait émis, à la fin de l'année 2009, cinq propositions législatives dans le but de créer une nouvelle architecture de supervision financière. L'année 2010 a ainsi été caractérisée par l'examen, puis par l'adoption de ces textes au sein du Parlement européen et du Conseil, établissant un nouveau Système européen de surveillance financière (SESF). Ce système s'articule autour des deux piliers indissociables et complémentaires de la supervision, à savoir les approches micro- et macro-prudentielles. Le SESF forme un réseau intégré d'autorités de surveillance nationales et européennes, la surveillance quotidienne étant maintenue à l'échelon national. Plus précisément, le SESF se compose :

- i) du **Comité européen du risque systémique (CERS)**, nouvel organisme indépendant, chargé d'assurer la surveillance du risque à l'échelon de l'Union européenne. Le CERS, qui a été institué le 16 décembre 2010, a pour tâche de surveiller et d'évaluer le risque systémique en temps normal afin d'atténuer l'exposition du système au risque de défaillance d'éléments systémiques et d'améliorer la résistance du système financier aux chocs. Le CERS a la responsabilité d'émettre des alertes sur les risques identifiés et de formuler des recommandations pour répondre à de tels risques. À cet égard, le CERS couvre tous les secteurs financiers et contribue à atténuer les effets négatifs sur l'économie réelle. L'ensemble des composantes du CERS – à savoir le Conseil général, le Comité directeur, le Secrétariat, le Comité scientifique consultatif et le Comité technique consultatif – sont désormais opérationnelles. Le CERS est établi auprès de la BCE qui en assume le Secrétariat.
- ii) des trois **Autorités européennes de surveillance (AES)**, établies au 1^{er} janvier 2011, responsables de la surveillance micro-prudentielle du système financier européen, à savoir : l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Les AES ont notamment pour objectif de contribuer à la création de normes et de pratiques communes en matière de réglementation et de surveillance, de contribuer à l'application harmonisée des actes juridiquement contraignants de l'Union, de stimuler et de faciliter la délégation des tâches et des responsabilités entre autorités compétentes, de coopérer étroitement avec le CERS, de surveiller et d'analyser l'évolution du marché dans leur domaine de compétence et de favoriser la protection des déposants et des investisseurs.
- iii) du **Comité mixte** des autorités européennes de surveillance, dont le but est d'assurer la cohérence des activités des trois AES en coopération avec le CERS. Ces autorités doivent se coordonner étroitement par l'intermédiaire de ce comité mixte et élaborer des positions communes le cas échéant, notamment en ce qui concerne le domaine des conglomérats financiers par exemple.
- iv) des **autorités compétentes** ou de surveillance des États membres.

L'établissement d'un organisme dédié à la dimension macro-prudentielle de la supervision constitue une avancée significative dans le renforcement de la supervision financière européenne, contribuant au maintien de la stabilité financière. Cette nouvelle architecture, mise en œuvre au début de l'année 2011, permet de contribuer à combler les lacunes liées à la fragmentation des responsabilités relatives à la surveillance financière et à l'analyse du risque systémique, telles que dévoilées lors de la récente crise. L'établissement du CERS devrait permettre de mieux déceler les risques macro-prudentiels, d'émettre des alertes et des recommandations claires à mettre en œuvre par les autorités et les opérateurs. La coopération entre les dimensions micro et macro-prudentielles est essentielle afin d'assurer le bon fonctionnement de la nouvelle architecture, d'une part, en ce qui concerne l'échange et l'accès à toutes les données nécessaires et, d'autre part, en matière de suivi des alertes et des recommandations émises par le CERS, puisque ce dernier ne disposera pas de la personnalité juridique ni de compétences contraignantes. Enfin, le CERS devra faire rapport au Parlement européen et au Conseil au moins une fois par an, et plus fréquemment en cas de difficultés importantes dans le secteur financier.

Cette nouvelle structure appelle de nouvelles responsabilités, notamment pour les banques centrales qui jouent désormais un rôle de premier plan dans la surveillance macro-prudentielle européenne. Ainsi, le Président de la BCL est un membre votant du Conseil général du CERS, seul organe décisionnel de cette

institution. Les réunions plénières ordinaires du Conseil général ont lieu au moins quatre fois par an, la réunion inaugurale ayant eu lieu le 20 janvier 2011. Par ailleurs, les autorités nationales de surveillance sont également membres du Conseil général afin de partager leurs expertise et informations spécifiques. À cet égard, la BCL, autorité de supervision en matière de liquidité, est également représentée au Conseil général en tant que membre non-votant selon un principe de rotation avec les autres autorités nationales de supervision. A ce titre, la BCL est aussi représentée dans l'Autorité Bancaire européenne. Enfin, la BCL met à disposition son expertise en matière d'analyse macroéconomique, financière, monétaire et statistique à travers la participation de ses collaborateurs aux analyses et travaux techniques menés par les différentes composantes du CERS. Dans ce cadre, la BCL participe aux travaux menés par le Comité technique consultatif ainsi que par ses deux sous-structures – l'une étant en charge du développement d'instruments macro-prudentiels et l'autre se concentrant sur le renforcement de l'analyse macro-prudentielle.

2.7.2 La supervision micro-prudentielle

2.7.2.1 La surveillance des liquidités

La mission de surveillance des liquidités des opérateurs de marché a été confiée à la Banque centrale par le biais d'une modification de sa loi organique en date du 24 octobre 2008. Par opposition à la surveillance macro-prudentielle qui s'attache à analyser le risque systémique et les risques de contagion du système financier dans son ensemble, la surveillance des liquidités des opérateurs de marché vise à appréhender la situation de liquidité et la gestion du risque de liquidité des opérateurs individuels. Les failles dans la gestion du risque de liquidité de certains acteurs ayant été une des causes principales des turbulences financières de 2008, la gestion de la liquidité et du risque y afférent a fait l'objet d'une attention toute particulière de la part des autorités de supervision au plan international au cours des deux dernières années. Cette dynamique a aussi trouvé son reflet au Luxembourg avec la mission de surveillance attribuée à la Banque centrale. La réglementation des liquidités est en effet particulièrement importante pour une banque centrale puisque, d'une part, elle agit comme fournisseur de liquidité du système financier en temps normal et en temps de crise et, d'autre part, elle peut détecter, voire empêcher, un enchaînement de défaillances sur les marchés et partant limiter le risque systémique.

Alors que l'année 2009 a été largement consacrée à la définition et la mise en place du cadre pour l'exercice de cette mission de surveillance, avec notamment la publication d'un règlement (Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009) fixant le champ d'application et les responsabilités des opérateurs de marché, l'année 2010 a été marquée par la mise en application de ce cadre de surveillance au niveau national ainsi que par le suivi des travaux au niveau international en relation avec la définition et la mise en place de nouveaux standards de liquidité dans le cadre de Bâle III.

Le cadre de surveillance de la Banque centrale du Luxembourg repose essentiellement sur deux piliers, à savoir le suivi permanent effectuée en interne («off-site monitoring») et les contrôles sur place («on-site inspections») auprès des opérateurs de marché.

Le suivi interne repose sur l'analyse régulière d'informations de nature qualitative et quantitative au niveau des opérateurs individuels et à un niveau agrégé. Afin d'avoir un meilleur suivi au quotidien de la situation de liquidité des opérateurs de marché, la Banque centrale a développé un reporting journalier sur la situation de liquidité. Ce reporting, qui doit être rapporté par un échantillon d'établissements de crédit, a été introduit en mai 2010 et permet à la Banque centrale du Luxembourg d'évaluer la situation de liquidité de ces établissements au jour le jour.

Dans le contexte de la mise en place des nouveaux standards Bâle III sur la liquidité, la Banque centrale du Luxembourg a par ailleurs réalisé une première étude d'impact auprès de 29 établissements de crédit en mai 2010. Cette étude a été reconduite au début de l'année 2011. Ces études ont démontré qu'une majorité des banques luxembourgeoises ne remplissent actuellement pas encore ces nouveaux standards de liquidité, qui ne deviendront toutefois effectifs qu'à partir de 2015 et 2018 respectivement.

Les contrôles sur place servent à appréhender de manière détaillée le cadre et les procédures en place au niveau des opérateurs individuels, dans la perspective de s'assurer de l'adéquation du dispositif de gestion du risque de liquidité des opérateurs en question. La Banque centrale cible principalement les établissements de

crédit, qui de par la nature de leurs activités sont les plus exposées au risque de liquidité respectivement les établissements qui nouent des liens étroits avec la Banque centrale du Luxembourg dans le cadre des opérations de politique monétaire. Au cours de l'année 2010, la Banque centrale a effectué 7 contrôles sur place. Ces contrôles sur place sont en règle générale coordonnés et effectués en concertation avec la Commission de surveillance du secteur financier. Par ailleurs, la Banque centrale a eu des contacts approfondis avec une douzaine d'autres établissements dans le cadre de sa mission de surveillance. Ces contrôles ont montré que les établissements de crédit sont en train de renforcer leur cadre de gestion du risque de liquidité en vue de s'aligner sur les recommandations en la matière, mais qu'il subsiste des points de faiblesses, principalement au niveau de la conduite des tests de résistance.

En tant que superviseur en charge de la liquidité, la Banque centrale du Luxembourg participe aussi aux travaux de certains collèges de superviseurs. La majorité des établissements de crédit étant des filiales de groupes ayant leur siège à l'étranger, la participation à ces collèges permet de mieux appréhender les activités et les profils de risque des entités luxembourgeoises dans le contexte de leur groupe. A l'heure actuelle, la Banque centrale du Luxembourg fait partie de 6 collèges de superviseurs.

La surveillance de la liquidité par la Banque centrale intégrera également de manière renforcée le secteur des fonds d'investissement et des assurances.

En ce qui concerne le suivi des développements réglementaires au niveau international, la Banque centrale est impliquée dans les groupes de travail dédiés à la liquidité au niveau du Comité de Bâle et du Comité des Contrôleurs Bancaires Européens, réorganisée sous le nom «European Banking Authority» (EBA) depuis janvier 2011. Au-delà des groupes de travail dédiés aux aspects liquidité, la Banque centrale participe aussi dans le «Board of Supervisors» de la «European Banking Authority» ainsi que dans d'autres comités et sous-groupes qui ont une pertinence dans le contexte de sa mission de surveillance. L'implication dans ces comités et groupes de travail se fait en règle générale conjointement avec la Commission de surveillance du secteur financier. Dans ce même contexte, la Banque centrale est également associée en tant qu'autorité de supervision aux travaux du «European Systemic Risk Board» (ESRB).

Finalement, il convient de noter qu'en décembre 2010 le Comité de Bâle a émis la version finale de ses standards de liquidité qui vont être introduits de manière progressive. Ces recommandations devront être transposées en droit européen et luxembourgeois, un projet dans lequel la Banque centrale sera fortement impliquée dans les années à venir.

2.7.2.2 Oversight

Les infrastructures de paiement et de règlement constituent des éléments indispensables au développement des économies de marché. En effet, ces infrastructures permettent le règlement des flux de paiements relatifs aux produits, services et actifs financiers. Leur bon fonctionnement revêt dès lors un caractère essentiel à la mise en oeuvre de la politique monétaire, ainsi qu'à la préservation de la stabilité financière et de la confiance du public en la monnaie.

La BCL, en tant que membre de l'Eurosystème, a pour mission de promouvoir le bon fonctionnement des infrastructures de paiement et de règlement. Cette mission vise plus particulièrement à surveiller la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres, ainsi que la sécurité des instruments de paiement.

La BCL a adopté le 8 novembre 2010 un règlement précisant le champ d'application de sa mission de surveillance, ainsi que le cadre général et les modalités suivant lesquels elle exerce cette activité. Ce règlement est publié au Mémorial, ainsi que sur le site Internet de la BCL. Conformément à ce règlement, la surveillance de la BCL s'exerce à l'égard du système ou de l'instrument lui-même, y compris les opérateurs ou émetteurs, les participants, les services (notamment opérationnels et techniques) prestés par des agents techniques ou des entités tierces. La surveillance s'étend également aux règles de fonctionnement et aux contrats relatifs aux systèmes ou aux instruments.

Par ailleurs, les opérateurs de système et émetteurs d'instruments de paiement sont tenus de mettre en place un cadre de gestion des risques adapté au volume et à la complexité de leurs activités. Ce cadre s'ap-

puie notamment sur une organisation, des procédures et des règles internes assurant une gouvernance, un suivi et un contrôle efficaces de la sécurité et/ou de l'efficacité du système ou de l'instrument, des risques associés, ainsi que des environnements légaux et opérationnels applicables.

L'oversight effectué par la BCL repose sur une collecte périodique d'informations quantitatives et qualitatives de nature variable auprès des acteurs concernés, complétée par des contacts réguliers, ainsi que des contrôles sur place spécifiques. Les acteurs sont amenés à procéder à des auto-évaluations régulières du degré de respect de leur infrastructure respective par rapport aux recommandations, standards ou principes applicables. La BCL applique les recommandations, standards et principes qui ont été définis par l'Eurosystème pour les différents types de systèmes et d'instruments de paiement et adoptés par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

L'oversight effectué par la BCL comprend deux champs d'activités. D'une part, les activités d'oversight ont trait aux systèmes désignés et opérant au Luxembourg, ainsi qu'aux instruments de paiement mis à la disposition du public au Luxembourg. D'autre part, la BCL contribue aux activités d'oversight effectuées de façon coordonnée au niveau de l'Eurosystème et qui visent en partie des infrastructures ne présentant pas d'ancrage domestique clair.

De manière générale, les opérations et les services fournis par les infrastructures de paiement et de règlement sous surveillance ont affiché un fonctionnement stable et résistant en 2010.

Systèmes de règlement des opérations sur titres

Durant l'année 2010, la BCL a poursuivi ses activités de surveillance relatives aux systèmes opérés par Clearstream Banking SA et VP Lux. La BCL a ainsi procédé à l'analyse d'informations périodiques et ad hoc reçues en relation avec les activités des systèmes, les incidents, le suivi et la gestion de certains risques, la gouvernance, les règles et procédures internes, ainsi que les données financières relatives aux systèmes.

Une évaluation complète du système opéré par Clearstream a été réalisée en 2010 par rapport aux 19 recommandations émises conjointement par le SEBC et le Comité de régulateurs européens de titres (CRET), devenu ESMA en 2011. A cet égard, le système évalué affiche un degré élevé de conformité par rapport à la plupart des recommandations SEBC-CRET. Néanmoins, certains points d'action spécifiques ont été adressés à l'opérateur et un suivi de la mise en œuvre de ces points sera entrepris en 2011. Une évaluation similaire du système opéré par VP Lux par rapport à ces mêmes recommandations SEBC-CRET a été entreprise fin 2010 et sera finalisée courant 2011.

La BCL a également coopéré et échangé des informations avec les autorités étrangères compétentes pour la surveillance de certaines entités ou agents techniques fournissant des services informatiques et/ou opérationnels aux opérateurs des systèmes de règlement à Luxembourg.

En ce qui concerne le futur système de règlement des opérations sur titres opéré par l'entité LuxCSD SA, la BCL a entamé un examen de la documentation préliminaire fournie par l'opérateur. Cet examen sera finalisé en 2011.

Enfin, la BCL a contribué aux activités de surveillance coordonnées relatives à Target2 Securities (T2S), la plateforme unique de règlement des opérations sur titres actuellement en développement au niveau de l'Eurosystème. Etant donnée la nature internationale des services de règlement qui seront offerts par T2S à des infrastructures localisées au sein de la zone euro et en dehors, un cadre de surveillance coopérative sera mis en place, regroupant les superviseurs prudeniels et les banques centrales ayant une compétence en la matière. Une évaluation préliminaire de la conception de la plateforme T2S a été lancée en 2010 par les autorités concernées.

Systèmes de paiement

En matière de systèmes de paiement, la BCL a contribué à la surveillance conjointe exercée à l'égard du système de paiement Target2, la plateforme centralisée mise en place par l'Eurosystème. Dans ce contexte, une évaluation du système par rapport aux «*Business continuity oversight expectations*» a notamment été finalisée en 2010. Globalement, cette évaluation a fait ressortir un cadre bien défini de continuité des activités

de Target2, ainsi qu'un niveau de résilience élevé. Certaines recommandations ont toutefois été émises par l'Eurosystème sur des points spécifiques.

En ce qui concerne le système de paiement Target2, la BCL est également chargée de surveiller certains aspects décentralisés localisés à Luxembourg. Ces aspects ont notamment trait à la relation contractuelle et de support relative aux participants luxembourgeois, ainsi qu'à l'architecture informatique sur laquelle repose la connexion de la BCL au système Target2. Des principes spécifiques ont été définis par la BCL dans ce contexte.

Enfin, la BCL a porté un intérêt aux activités des systèmes de paiement opérés par EBA Clearing, en l'occurrence les systèmes Euro1 et Step2. La surveillance de ces systèmes, opérée par la BCE, fait l'objet d'un échange d'information et de discussions au sein de l'Eurosystème.

Instruments de paiement

Les instruments de paiement qui tombent sous le champ de surveillance de la BCL englobent notamment les virements, les domiciliations, les cartes de paiement et les schémas de monnaie électronique mis à disposition du public au Luxembourg.

En 2010, la BCL a élargi le schéma de reporting relatif à certains instruments de paiement (en particulier les cartes de paiement et les schémas de monnaie électronique). Ces informations, concernant entre autres l'activité, la fraude et les incidents sont collectées sur une base régulière et font l'objet d'un suivi par la BCL.

De plus, la BCL a contribué en 2010 à l'exercice coordonné d'évaluation de tous les schémas de cartes de paiement opérant dans la zone euro, plus particulièrement à la revue mutuelle («*peer review*») des évaluations de certains schémas de cartes effectuées par d'autres banques centrales. Cette revue a confirmé la mise en œuvre cohérente par les différentes banques centrales des standards de surveillance applicables aux cartes de paiement. Les conclusions de cette évaluation par l'Eurosystème seront finalisées et publiées en 2011.

Enfin, des cadres de surveillance spécifiques ont été définis en 2010 au niveau de l'Eurosystème pour les schémas de virements et de domiciliations SEPA. Ces cadres serviront de base à un exercice d'évaluation coordonné des instruments visés en 2011, auquel la BCL participera.

2.8 ACTIVITÉ CONSULTATIVE ET LÉGISLATIVE

2.8.1 Législation européenne

2.8.1.1 Modification des Traités¹⁶

Les dispositions du Traité de Lisbonne, reconnaissant l'existence juridique de l'Eurosystème¹⁷ sont entrées en vigueur le 1^{er} décembre 2009.

Dans le contexte de la gestion des crises grecque et irlandaise, le Conseil européen des 28 et 29 octobre 2010 a adopté le rapport final du groupe de travail créé en mars 2010 et dirigé par M. Van Rompuy, président du Conseil européen. Les chefs d'Etat ou de gouvernement de l'Union européenne se sont mis d'accord sur la nécessité d'adopter un mécanisme permanent de gestion de crise permettant de préserver la stabilité financière de la zone euro.

Le 16 décembre 2010, le Conseil européen a convenu que le traité devait être modifié afin que les Etats membres de la zone euro mettent en place un mécanisme permanent pour préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble (mécanisme européen de stabilité). Ce mécanisme remplacera le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), qui seront maintenus jusqu'en juin 2013. Il a approuvé l'ajout du texte suivant à l'article 136 TFUE :

¹⁶ Modification du traité sur l'Union européenne et du Traité sur la Communauté européenne (devenu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne)

¹⁷ Article 282 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

« Les Etats membres dont la monnaie est l'euro peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est indispensable pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. L'octroi, au titre du mécanisme, de toute assistance financière nécessaire, sera subordonné à une stricte conditionnalité. ».

Pour procéder à cette modification, le Conseil européen a décidé de lancer la procédure de révision simplifiée prévue à l'article 48, paragraphe 6, du Traité sur l'Union européenne (TUE) en vue de la mise en œuvre des procédures nationales de ratification d'ici la fin 2012 et l'entrée en vigueur du traité modifié le 1^{er} janvier 2013.

2.8.1.2 Gouvernance économique

La Commission européenne a adopté le 29 septembre 2010 un ensemble de propositions de règlements prévoyant un renforcement de la gouvernance économique de l'Union européenne.

La législation actuelle s'étant révélée insuffisante, l'objectif est d'élargir et d'améliorer la surveillance des politiques budgétaires, mais aussi celle des politiques macroéconomiques et des réformes structurelles. De nouveaux mécanismes de contrainte s'appliqueront aux Etats membres ne respectant pas les règles. Le « semestre européen », dont le principe a été adopté fin 2010, intègre tous les processus de surveillance, nouveaux et modifiés, dans un cadre global de politique économique.

Le paquet législatif de la Commission est composé de six textes distincts : quatre propositions portent sur les aspects budgétaires, comprenant notamment une réforme en profondeur du pacte de stabilité et de croissance, tandis que deux nouveaux règlements visent à déceler l'apparition de déséquilibres macroéconomiques dans l'Union européenne et dans la zone euro, et à y remédier efficacement.

La procédure législative est actuellement en cours. La commission économique et monétaire a adapté son rapport le 15 avril 2011 et l'objectif est que l'ensemble de ces nouvelles mesures soit adopté pour juin 2011.

2.8.1.3 Surveillance financière

A la fin de l'année 2010, le législateur européen a adopté un nouveau dispositif de stabilité financière dans l'Union européenne devenu effectif au 1^{er} janvier 2011¹⁸ et s'appuyant sur une surveillance macro-prudentielle. Ce dispositif s'articule autour d'un Système européen de surveillance financière (SESF) qui comprend le nouveau Comité européen du risque systémique (CERS ou ESRB selon le sigle anglais) établi à Francfort et trois nouvelles autorités européennes de supervision financière : l'Autorité bancaire européenne (ABE ou EBA en anglais) à Londres, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP ou EIOPA en anglais) à Francfort et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais) à Paris.

Les règlements établissant ce Système européen de surveillance financière stipulent notamment que le Président de la BCL participe et dispose d'un droit de vote au sein du Conseil général du CERS.

2.8.2 Législation nationale

A la fin de l'année 2010, la BCL a remis au Gouvernement un avant-projet de loi visant à adapter et refondre la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg (ci-après la loi organique de la BCL).

L'avant-projet de loi a été remis au Gouvernement avant d'être soumis à la consultation de la Banque centrale européenne. Il convient de rappeler que, conformément à l'article 127, paragraphe 4, TFUE¹⁹, toute

18 Les règlements (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010, relatif à la surveillance macro-prudentielle du système financier et instituant un Comité européen du risque systémique (JOUE L 331, 15 décembre 2010, p. 1); n° 1096/2010 du Conseil du 17 novembre 2010 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Comité européen du risque systémique (JOUE L 331, 15 décembre 2010, p. 162), n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant les nouvelles Autorités européennes de surveillance et la directive 2010/78/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2009/65/CE en ce qui concerne les compétences des nouvelles autorités européennes de surveillance.

19 L'article 127 TFUE remplace l'ex-article 105 du traité instituant la Communauté européenne depuis l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne.

modification de la loi organique de la BCL doit être soumise préalablement à l'avis de la Banque centrale européenne.

Cet avant-projet contient des dispositions concernant les clarifications des missions de la BCL, ainsi que de son organisation et de son indépendance qui s'imposent pour l'adapter aux changements de l'environnement légal.

2.8.2.1 Dispositions relatives aux missions de la BCL

Le projet vise notamment à clarifier les missions de la BCL, notamment à l'aune de la nouvelle architecture européenne de supervision financière.

La mission principale de la BCL demeure la participation à l'exécution des missions de l'Eurosystème et du SEBC. Conformément au droit de l'Union européenne, l'avant-projet de loi organique indique ensuite que la BCL joue un rôle dans la stabilité financière en contribuant à la prévention du risque systémique et à la surveillance macro-prudentielle, ainsi qu'au contrôle des opérateurs de marché. Les dispositions nouvelles visent à assurer une coordination efficace entre les autorités de surveillance dans le respect des obligations européennes. Il apparaît primordial que les activités des autorités de surveillance au Luxembourg soient coordonnées au bénéfice des opérateurs en vue de limiter les charges administratives et au bénéfice des autorités étrangères pour qu'elles puissent avoir un interlocuteur privilégié bien identifié. Il importe également de préciser que la BCL exerce les compétences qui lui sont attribuées par la loi nationale dans les relations avec les autorités étrangères, européennes ou internationales. Ces développements sont modestes par rapport aux régimes applicables dans d'autres Etats membres et à partir desquels le Luxembourg pourrait s'inspirer pour d'autres réformes.

Depuis l'origine, le conseil de la BCL a eu pour charge de discuter de l'évolution économique et financière du Luxembourg, sur la base des travaux de la BCL. Cette activité est en plein développement et il paraît nécessaire d'en clarifier la base juridique.

En outre, les missions statistiques de la BCL sont en pleine évolution et requièrent de nouvelles dispositions légales. Ainsi, il paraît nécessaire de revoir le dispositif désuet de l'arrêté grand-ducal modifié du 10 novembre 1944, relatif aux contrôles des changes. Il s'agit aussi de fixer dans la loi organique des dispositions actuellement réparties dans diverses législations et de préciser les missions statistiques de la BCL dans le domaine de la balance des paiements, des comptes financiers et des finances publiques.

L'avant-projet de loi vise également à consacrer l'activité de recherche dans le domaine monétaire et financier que mène la BCL, comme le fait l'ensemble de l'Eurosystème.

Par ailleurs, il importe que la BCL puisse bénéficier d'une rémunération perçue auprès des entités surveillées pour ses missions d'autorité à l'instar du régime d'autres autorités de surveillance et conformément aux principes d'indépendance financière et de prohibition du financement monétaire, règles du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE)²⁰ selon lesquelles le législateur national n'impose pas de nouvelle tâche à la BCL sans compensation financière correspondante.

Enfin, vu les nouvelles missions de la BCL, notamment dans le domaine de la surveillance, il convient d'adapter son régime de responsabilité extracontractuelle à l'instar du régime applicable à d'autres autorités à Luxembourg et plus généralement en Europe.

2.8.2.2 Dispositions relatives à l'organisation de la BCL et à son indépendance

Plusieurs dispositions de l'avant-projet visent à clarifier le régime d'indépendance de la BCL et répondent sur ce point à des commentaires formulés dans les avis de la BCE.

La BCL, en sa qualité de membre de l'Eurosystème et du SEBC, est un établissement public « sui generis » créé par la loi nationale dans le respect des Traités qui impose son affranchissement à l'égard de toute tutelle

²⁰ Article 123, paragraphe 1, TFUE [ex-article 101, paragraphe 1, CE].

gouvernementale pour l'exercice de ses missions de base. Elle doit agir de manière indépendante. L'avis récent de la BCE du 17 juin 2010 (CON/2010/48) précise que l'indépendance d'une banque centrale commande «*qu'aucune tierce personne (en ce compris, un gouvernement ou un législateur national) ne puisse exercer une influence directe ou indirecte sur les tâches confiées à une banque centrale, en sa capacité financière et humaine, pour remplir son mandat (...) et pour couvrir ses coûts administratifs et de fonctionnement*».

Cette indépendance de la BCL a pour contrepoids un contrôle juridictionnel de ses actes (que l'avant-projet vise à renforcer) et une relation directe avec le Parlement (également renforcée) pour assurer que la BCL, par l'intervention de son président, rende compte de ses activités et de sa situation, en particulier sur le plan patrimonial et organisationnel. Ainsi, il est proposé que le Président de la BCL puisse être invité par la Chambre des Députés pour présenter les rapports et prises de position de la BCL et avoir un échange de vues.

L'avant-projet vise à préciser les règles de gouvernance de la Banque et identifie les dispositions applicables respectivement au Conseil de la BCL, à la Direction et au Président.

En ce qui concerne le Conseil de la BCL, il est prévu de modifier légèrement ses attributions pour tenir compte de la pratique. La Direction étant confirmée dans son rôle d'autorité exécutive supérieure de la BCL, il apparaît opportun de préciser que les membres du Conseil n'assument pas de responsabilité personnelle sur le plan civil.

L'avant-projet précise que la Direction adopte les règlements et les autres actes juridiques de la BCL.

En outre, eu égard à l'évolution des activités de la BCL, il apparaît nécessaire d'adapter aussi la composition actuelle de la Direction en prévoyant la possibilité de nommer de trois à cinq membres (y compris le Président).

En ce qui concerne le Président, la BCL est la seule banque centrale nationale (ci-après BCN) de l'Eurosystème dont la loi organique ne fixe pas le statut. Il est proposé de remédier à cette lacune. En particulier, le Président exerce en propre les missions qui lui incombent au plan européen.

Il importe également que la BCL dispose d'assises financières adaptées, en ligne avec l'accroissement substantiel de ses engagements et les risques qu'elle encourt pour ses activités. Pour ce faire, un capital d'au moins un milliard d'euros paraît nécessaire. Des réserves ont déjà été incorporées au capital en 2009, conformément à la loi du 24 octobre 2008, pour porter le montant du capital de 25 millions d'euros à l'origine à 175 millions d'euros à présent. Cependant, les fonds propres de la BCL sont encore largement insuffisants au regard du montant de ses opérations et de ses risques. L'avant-projet comporte la fixation d'un capital, à concurrence d'un milliard d'euros, souscrit par l'Etat moyennant une libération progressive.

L'augmentation progressive de ses fonds propres devrait ainsi permettre à la BCL de faire face à ses diverses missions dont celle de prêteur de dernier ressort ; elle permettra de contribuer au doublement du capital de la BCE, décidé le 13 décembre 2010²¹, dont la BCL est actionnaire et, à terme, elle permettra à l'Etat actionnaire de bénéficier d'un dividende annuel.

L'avant-projet précise aussi le régime des actes de la BCL, inspiré de celui de la BCE et d'autres BCN, en particulier après la modification de la Constitution par la loi du 19 novembre 2004 portant création d'un nouvel article 108bis relatif au pouvoir réglementaire des établissements publics et la modification introduite par la loi du 24 octobre 2008, octroyant à la BCL le pouvoir de prendre des règlements. Il importe que la BCL dispose d'une base légale adéquate pour faire respecter ses règlements et décisions. Ainsi, elle sera désormais autorisée à prendre des mesures d'exécution, de nature administrative, comportant des obligations financières ou non, à l'égard des opérateurs en cas de manquement de leur part, et ceci dans le respect des principes du droit administratif contentieux. L'occasion est donc saisie pour clarifier le régime d'adoption, de mise en œuvre et de contrôle des actes juridiques de la BCL.

21 Décision de la BCE du 13 décembre 2010 (BCE/2010/26) concernant l'augmentation du capital de la Banque centrale européenne (JOUE L 11, 15 janvier 2011, p. 53)

Enfin, en ce qui concerne les relations sociales au sein de la BCL, si le besoin est ressenti de doter la BCL d'un régime propre pour ses agents, dans le respect de son indépendance, il apparaît, néanmoins, politiquement inopportun à ce stade de modifier par une loi nationale le régime hérité des circonstances particulières de la création de la BCL. Par conséquent, la réforme sur ce point est reportée à plus tard et seules des modifications de type éditorial ont été proposées afin de mettre à jour les références légales.

2.8.3 Règlements BCL

En 2010, la BCL a émis un règlement renforçant la mise en œuvre de l'une de ses missions fondamentales - la mission de promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres - conformément aux articles 2 (5) et 27-3 de la loi organique du 23 décembre 1998 telle que modifiée.

Le règlement BCL 2010/N°6 du 8 septembre 2010 vise notamment à préciser la mission de la BCL en matière de surveillance («oversight») des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg, conformément à la loi du 23 décembre 1998 telle que modifiée et à la loi du 10 novembre 2009.

Le règlement BCL 2010/ N°6 définit le champ d'application de la surveillance, prévoit le cadre général pour l'exercice de la surveillance des systèmes et des instruments de paiement et définit les obligations générales des opérateurs de systèmes, des émetteurs d'instruments de paiement et des autorités de gouvernance. Le règlement 2010/ N°6 abroge et remplace les dispositions contenues dans les circulaires BCL 2001/163 et 2001/168.

2.8.4 Avis BCL

Au cours de l'année 2010, la BCL a rendu trois avis portant sur différents projets de loi.

2.8.4.1 Avis relatif au projet de loi n°6164 portant transposition des directives 2009/110/CE et 2009/44/CE

Le projet de loi n°6164, déposé à la Chambre des Députés le 30 juillet 2010, transpose en droit luxembourgeois les directives 2009/110/CE et 2009/44/CE et modifie plusieurs lois en vigueur, notamment la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière.

Les observations et amendements proposés par la BCL dans son avis du 10 novembre 2010 ont essentiellement pour objet d'associer la BCL à la procédure d'agrément des établissements de monnaie électronique et à son retrait, de réitérer ses compétences pour la surveillance de la liquidité, des systèmes de paiement ainsi que des instruments de paiement à émettre notamment par les établissements de monnaie électronique et de confirmer la BCL comme correspondant unique à l'égard de la BCE et des banques centrales du SEBC. La BCL reformule certains commentaires faits par la BCE à l'occasion de l'élaboration de la directive sur les établissements de monnaie électronique.

L'avis de la BCL fait suite à l'avis de la BCE du 5 novembre 2010^{22,23}. Dans la mesure où la loi vise la transposition de directives auxquelles la BCE a pu être associée, cette dernière limite ses observations aux modifications à introduire à la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière. Le nouveau paragraphe (5) de l'article 2 de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière introduit des règles simplifiées en matière de constitution de garanties portant sur des créances. Ledit paragraphe (5) pose, par ailleurs, le principe en vertu duquel le débiteur d'une créance faisant l'objet d'une garantie financière peut renoncer, par écrit ou par tout autre moyen juridiquement équivalent, à ses droits à compensation. La BCE recommande dans son avis au législateur luxembourgeois d'analyser les rapports entre le nouveau régime proposé et celui qui régit actuellement la constitution de gages sur créances en faveur de la BCL partant de l'hypothèse que les deux régimes vont coexister. La BCE recommande, par ailleurs, de clarifier les droits de l'Eurosystème en tant que preneur de garanties par rapport aux droits accordés aux dépositaires par la nouvelle loi.

²² Avis de la Banque centrale européenne du 05 novembre 2010 sur les modifications à la législation relative aux contrats de garantie financière en ce qui concerne les créances privées (CON/2010/78)

²³ La BCE et la BCL ont toutes deux été saisies pour avis par le Ministère des Finances.

2.8.4.2 Avis relatif au projet de loi n°6165 portant transposition des directives 2009/111/CE, 2009/49/CE et 2009/14/CE

Le projet de loi n°6165, déposé à la Chambre des Députés le 30 juillet 2010, transpose en droit luxembourgeois les directives 2009/111/CE, 2009/14/CE et 2009/49/CE et modifie plusieurs lois en vigueur, et notamment la loi modifiée du 05 avril 1993 relative au secteur financier.

Le projet de loi a des effets sur la compétence de la BCL en matière de surveillance de la situation générale de la liquidité conformément à la loi du 24 octobre 2008 portant amélioration du cadre législatif de la place financière de Luxembourg. C'est à ce titre que la BCL a émis un avis de sa propre initiative, en date du 09 novembre 2010, à l'attention de la Chambre des Députés.

Dans son avis, la BCL insiste sur la nécessité de mettre à jour le projet de loi au regard des derniers changements intervenus et à venir au niveau de la législation européenne, notamment depuis l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne. Il est en effet à quelques égards dépassé, notamment au niveau de la terminologie utilisée.

L'essentiel des modifications proposées dans l'avis souligne, le souhait de la BCL d'une part d'agir comme un intermédiaire unique entre la CSSF et les autres banques centrales du SEBC lorsqu'il s'agit d'échanger des informations, et d'autre part d'être invitée par la CSSF - en tant qu'autorité compétente dans le domaine de la liquidité - à participer aux collèges des autorités de surveillance dans les domaines relevant de la surveillance de la liquidité et à se coordonner avec elle.

Enfin, dans son avis, la BCL invite la Chambre des députés à insérer une nouvelle disposition dans le projet de loi qui prévoirait que les tests de résistance (dits aussi «*stress tests*») soient conduits et réalisés par la BCL, dans la mesure où ces tests portent en tout ou en partie sur la liquidité des opérateurs ou du système financier.

2.8.4.3 Avis relatif au projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010

Comme chaque année, la BCL a rendu un avis sur le projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat.

2.8.5 Taux d'intérêt légal

Le taux de l'intérêt légal pour l'an 2010 était fixé à trois virgule cinquante pour cent (3,50%) par un règlement grand-ducal du 5 février 2010 (Mémorial A n° 24 du 23 février 2010, page 480). Pour 2011, le taux reste inchangé suivant le règlement grand-ducal du 1^{er} février 2011 (Mémorial A n° 22 du 9 février 2011, page 174). On peut observer que ce taux ne correspond pas à un taux de référence particulier du marché monétaire.

Encadré 2.5:

LES COMITÉS BCL ET LES COMITÉS EXTERNES

Comité de Conjoncture

Le Comité de conjoncture intervient dans le cadre de la législation 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 contribue à l'analyse de la conjoncture luxembour-

geoise ainsi qu'au suivi des questions de politique économique les plus actuelles.

La BCL participe de deux manières aux travaux du Comité de conjoncture. D'une part, elle recueille des informations ayant trait à l'évolution conjoncturelle du Luxembourg. D'autre part, elle fournit un éclairage sur les développements de la place financière et en matière monétaire.

Commission de l'indice des prix à la consommation

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 technique sur l'établissement mensuel de l'indice des prix à la consommation et de superviser la conformité de celui-ci avec les réglementations nationales et communautaires. La BCL y présente ses projections d'inflation pour le Luxembourg et fournit des explications au sujet des travaux de la BCL en matière d'évolution des prix à la consommation.

Le Comité comptabilité bancaire

Le Comité comptabilité bancaire, mis en place par la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), a pour but d'assurer un échange de vues entre l'autorité de surveillance, la BCL et les acteurs de la place financière luxembourgeoise. Le Comité est consulté lors de l'élaboration de circulaires par la CSSF, qui concernent la comptabilité bancaire.

Les membres du Comité se sont réunis plusieurs fois en 2010 afin de discuter des différents aspects des normes comptables IAS/ IFRS, de la nouvelle réglementation d'adéquation des fonds propres, du reporting financier (FINREP) et du reporting commun (COREP) définis par le « *Committee of European Banking Supervisors* ». Dans ce cadre le comité a évoqué la consolidation IFRS versus CRD (*Capital Requirements Directive*) à discrétion nationale, le lien entre la taxonomie FINREP et la taxonomie IFRS et la définition du « *retail banking* ».

Le Conseil supérieur de la statistique

Le Conseil supérieur de la statistique exerce des fonctions consultatives auprès du Service Central de la Statistique et des Etudes Economiques (STATEC) et a pour mission d'émettre des avis sur le programme annuel du STATEC. La BCL contribue de deux manières aux travaux du Conseil Supérieur de la Statistique : d'une part, elle fournit son avis sur les documents qui lui sont soumis lors des réunions et, d'autre part, elle fournit au STATEC des données collectées sur la Place financière afin de lui permettre de réaliser son programme de travail.

XBRL Luxembourg asbl

XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) est un standard de reporting financier basé sur XML dont l'objectif principal est d'améliorer le caractère correct, la transparence et l'efficacité du reporting interne et externe. L'association sans but lucratif XBRL Luxembourg regroupe une vingtaine d'organisations qui utilisent XBRL et/ou fournissent des services liés à la technologie XBRL. Le rôle de l'association est de promouvoir le standard XBRL dans l'économie luxembourgeoise.

La BCL, en tant que membre fondateur d'XBRL Luxembourg, étudiera les possibilités d'utilisation du standard XBRL dans le cadre du reporting statistique qu'elle collecte auprès des entreprises du secteur financier luxembourgeois.

Le Comité Statistique

Le Comité statistique a été créé par la BCL afin d'assurer un dialogue entre les organismes représentant les entités soumises à la collecte et les principaux utilisateurs de l'information statistique. Le Comité statistique est régulièrement consulté dans le cadre de la définition du reporting auprès des différentes entités du secteur financier.

La Commission consultative statistiques bancaires et monétaires (CCSBM)

La Commission consultative statistiques bancaires et monétaires, mise en place par la BCL, a pour but d'assurer une collecte efficace de statistiques bancaires et monétaires par la BCL et d'instituer un dialogue avec les établissements de crédit qui y sont soumis. Au cours de l'année 2010, la CCSBM a été informée et consultée sur diverses questions conceptuelles ayant trait à la modification de la collecte statistique auprès des établissements de crédit, du reporting titre par titre auprès des établissements de crédit ainsi qu'en ce qui concerne la refonte de la collecte statistique sur les taux d'intérêt pratiqués par les établissements de crédit.

La Commission consultative balance des paiements (CCBDP)

La Commission consultative balance des paiements agit en tant qu'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 bonne organisation des travaux de collecte en ayant le souci d'éviter la redondance et de limiter la charge des entités soumises à la collecte statistique.

Au cours de l'année 2010, la CCSBM a été informée et consultée sur les principes devant régir la nouvelle collecte balance des paiements dont un premier volet devrait être mis en place en septembre 2011.

La Commission consultative statistiques économiques et financières (CCSEF)

La Commission consultative statistiques économiques et financières a été mise en place par la BCL dans le but d'assurer une collecte efficace de statistiques économiques et financières par la BCL et d'instituer un dialogue entre les intermédiaires financiers et la Banque centrale. Au cours de l'année 2010, la commission n'a pas été consultée en raison de l'absence de nouveau projet.

Comité Monnaie fiduciaire

Au cours de l'année 2010, la BCL a réuni au sein du «Comité Monnaie fiduciaire» les principales banques à guichets afin de discuter entre autres de la constitution d'une ou plusieurs facilités de dépôts de pièces au sein des banques ou auprès des transporteurs de fonds.

Le Comité des juristes

Le Comité des Juristes de la BCL a contribué, au cours de l'année, à l'examen par la BCL du projet de directive sur le droit des titres, aux avis de la BCL sur les projets de loi n° 6164 et 6165 présentés dans ce rapport ainsi qu'à un avant-projet de loi modificative de sa loi organique.

Le Comité des opérations de marché

Le comité des opérations de marché a focalisé ses travaux sur l'analyse de la crise financière et son impact sur le cadre opérationnel de la politique monétaire.

Le Haut Comité de la place financière

En 2010, le Gouvernement a mis en place le Haut Comité de la place financière qui vise à développer et renforcer la place financière luxembourgeoise en collaboration étroite avec le secteur privé. Le Président de la BCL est membre du Haut Comité et des membres du personnel de la BCL participent à différents groupes de travail.

2.9 COMMUNICATION

2.9.1 Publications

La BCL, conformément à sa loi organique, publie chaque année un rapport sur ses activités. Il est disponible en français et en anglais.

En 2010 la BCL a publié trois Bulletins et une Revue de Stabilité financière.

Les cahiers d'études de la BCL publient les résultats des recherches effectuées par des agents de la BCL. Ils sont précédés d'un résumé non technique. En 2010, six cahiers d'études ont été publiés.

2.9.2 Actions de formation externe de la BCL

La BCL a développé sa coopération avec l'Université du Luxembourg et y a donné des cours sur les aspects institutionnels de l'Eurosystème. Des agents de la Banque ont également donné des cours d'économie à l'Université catholique de Louvain.

La BCL a également organisé des présentations ponctuelles pour divers groupes d'étudiants issus des universités suivantes: Université catholique de Louvain, *Maastricht School of Management - ASCI (Administrative Staff College of India)*, et Université de Maastricht.

La BCL est actionnaire de l'Agence de Transfert de Technologie Financière (ATTF). Cette agence, créée en 1999 sous forme de société, à l'initiative de l'Etat luxembourgeois, vise à mettre à disposition surtout de pays émergents le savoir-faire luxembourgeois en matière financière. Dans le cadre de visites d'étude en mars et en

juillet 2010, la BCL a organisé des présentations à l'attention de délégations de la *People's Bank of China* et de la *Banking and Finance Academy* d'Ouzbékistan.

La BCL organise des présentations sur la BCL et l'Eurosystème pour les élèves des deux dernières années de lycée dont le programme comprend des cours d'économie. Les classes sont accueillies avec leur professeur d'économie à l'auditorium du bâtiment Monterey, pour une présentation pédagogique et interactive de l'organisation et des missions de la BCL et de l'Eurosystème. Immédiatement après les élèves ont la possibilité de tester leurs connaissances à l'aide d'un quiz interactif. D'autres sujets peuvent également être abordés en fonction des demandes des enseignants et des questions des élèves.

2.9.3 Site Internet de la BCL

Le site Internet de la BCL www.bcl.lu contient notamment des informations d'actualité, des informations sur l'organisation de la Banque et ses services ainsi qu'un nombre important de statistiques ayant trait au Luxembourg et à l'Eurosystème. Il inclut également des liens vers les sites de la BCE et des autres banques centrales du SEBC. Grâce à son moteur de recherche et à une liste de diffusion paramétrable, le site offre à tous ses visiteurs, en fonction de leurs besoins professionnels ou privés, des informations clairement structurées.

Le site assure la diffusion des publications de la BCL, qui peuvent y être consultées et téléchargées, sous les rubriques « Publications » et « Médias et actualités ». Les publications peuvent, dans la limite des stocks disponibles, également être obtenues en format papier auprès de la BCL.

Les langues véhiculaires du site sont le français et l'anglais. Les documents sont diffusés dans leur version originale (en français, anglais ou allemand).

Au total 154 346 visiteurs différents ont consulté le site de la BCL en 2010 (136 464 en 2009) en faisant 17 186 809 hits (15 520 237 en 2009). Le document le plus téléchargé, le programme numismatique, a fait l'objet de plus de 27 300 téléchargements (20 600 en 2009).

Le site de vente de produits numismatiques en ligne (eshop.bcl.lu), accessible directement depuis le site de la BCL, a attiré en 2010 plus de 83 200 visiteurs différents (53 500 en 2009).

2.9.4 Bibliothèque de la BCL

La bibliothèque de la BCL, inaugurée en 2005, dispose du programme de gestion Aleph mis en réseau avec les bibliothèques publiques du Luxembourg.

Les publications de la bibliothèque se rapportent principalement à l'économie et au droit. Le fonds comprend des publications en provenance d'organisations internationales (Banque mondiale, FMI, OCDE, BRI, Commission européenne...), mais aussi de banques centrales nationales. La documentation sur les affaires monétaires, financières, économiques et juridiques de la zone euro est majoritaire. Le fonds se prévaut d'accorder une place de choix aux publications luxembourgeoises (législation, statistiques, revues, études) et notamment aux spécificités économiques et juridiques de la place financière de Luxembourg.

Le public peut accéder à la bibliothèque sur demande préalable par fax (+352 4774 4910) ou par e-mail (bibliotheque@bcl.lu).

La bibliothèque est ouverte les lundis, mercredis et vendredis de 9h à 12h et de 15h à 17h.

2.9.5 Relations avec la presse

Le Président de la BCL a donné 12 interviews à la presse internationale et nationale. Sept conférences de presse ont été organisées à l'occasion de la présentation des comptes financiers de la BCL, du Rapport annuel, des Bulletins de la BCL, de la Revue de Stabilité financière et de l'avis de la BCL sur le Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat. Deux journalistes de la presse nationale ont participé à Francfort aux séminaires organisés par la BCE. Au total 93 communiqués de presse ont été publiés.

2.9.6 Le programme de recherche de la BCL

Le Programme de recherche de la BCL est organisé autour de cinq axes principaux:

- Cycles économiques et tendances à long terme;
- Compétitivité et productivité;
- Marché du travail;
- Analyse monétaire, marchés des capitaux et marchés financiers;
- Autres sujets.

La BCL a publié de nombreux travaux de recherche en tant que cahiers d'études ou à travers les bulletins BCL et la Revue de Stabilité Financière. D'autres travaux sont parus dans des journaux scientifiques à comité de lecture (Economic Journal, Journal of Financial Stability, Managerial and Decision Economics).

Les chercheurs de la BCL ont également présenté leurs travaux lors d'interventions au sein de nombreux séminaires ou *workshops* organisés par l'Université du Luxembourg, le STATEC, le Ministère de l'économie, l'Eurosystème, la Banque nationale de Pologne, EFFAS-European Bond commission, Dynare, EcoMod, PricewaterhouseCoopers, CEPR et d'autres.

La BCL participe depuis juin 2010 au réseau de recherche macro-prudentiel MaRs (*macro-prudential research network*). Dans ce cadre, la BCL est impliquée dans les travaux de deux sous-groupes (*workstreams*): (i) le premier se concentre sur les modèles macro-financiers mettant ainsi en exergue les rapports entre stabilité financière et performances de l'économie; (ii) le second se rapporte aux systèmes d'alerte rapide et aux indicateurs de risque systémique.

En octobre 2010, la BCL a organisé une conférence internationale au Luxembourg sur le comportement financier et la consommation des ménages, en collaboration avec la BCE et avec le support financier du Fonds national de la Recherche (FNR). Le FNR a également contribué au financement du projet de recherche pluriannuel Perfilux sur la performance du secteur financier au Luxembourg. Ce projet comportait une collaboration des chercheurs de la BCL avec la Luxembourg School of Finance (Université du Luxembourg) et le STATEC.

2.9.7 Conférences et manifestations

Les conférences ou manifestations suivantes ont eu lieu en 2010:

- Présentation de la Revue de stabilité financière 2010 le 28 avril.
La présentation à la presse, en présence d'invités de marque du secteur financier luxembourgeois, du monde académique et de banques centrales de pays européens, a été suivie d'un séminaire intitulé «*Some factors underlying the current crisis and stress-testing*» durant lequel les auteurs d'études spécifiques ont exposé leurs travaux de recherche à un public composé de personnalités de la place financière et d'experts internationaux.
- Accueil à la BCL du 20 avril au 28 mai 2010 de l'exposition itinérante sur l'euro, conçue par la Banque centrale européenne. Cette exposition qui visait à sensibiliser le grand public à la monnaie commune et aux signes de sécurité des billets, a accueilli plus de 1 300 visiteurs. L'inauguration de l'exposition par le Président de la BCL et par Mme Gertrude Tumpell-Gugerel, membre du Directoire de la Banque centrale européenne, a coïncidé avec la finale du jeu concours «*Rallye euro*» destiné aux enfants de la Grande Région et organisé par la BCL et la BCE.
- A l'occasion du 40^e anniversaire du «*Rapport Werner*», organisation par l'association *The Bridge Forum Dialogue* et l'Institut Pierre Werner d'une conférence-débat sur le thème «*L'Union économique et monétaire 40 ans après le Rapport Werner*», le 8 septembre à la Banque européenne d'investissement. Après une introduction par le Président de la BCL, Jean-Claude Juncker, Premier Ministre et Président de l'Eurogroupe et Philippe Maystadt, Vice-Président de l'association *The Bridge Forum Dialogue* et Président de la Banque européenne d'investissement, se sont exprimés sur le sujet. Cette conférence a rassemblé un vaste public, estimé à 700 personnes.
- Accueil d'une conférence organisée conjointement par la BCL et la BCE sur le comportement financier et la consommation des ménages, les 25 et 26 octobre à l'Abbaye de Neumünster. L'objectif de cette conférence était de présenter les meilleures pratiques de recherche empirique et théorique concernant le comportement des ménages quant à l'accumulation d'actifs financiers, de dettes et de consomma-

tion au cours d'un cycle de vie. Les orateurs de la conférence comprenaient des représentants de la BCL, de la BCE, du Système fédéral de réserve ainsi que du monde académique.

- Participation de la BCL à la foire de l'étudiant les 11 et 12 novembre. Les opportunités d'emploi et de carrière ainsi que les possibilités de formations et de stages y ont été présentées. La Deutsche Bundesbank, présente au stand de la BCL, a fourni des informations sur les possibilités de formation à la *Fachhochschule der Deutschen Bundesbank* pour apprendre les métiers de banque centrale.
- Organisation d'une conférence sur le thème « *Towards a safer global financial system* » le 11 novembre. Après une introduction du Président de la BCL, M. José Viñals, ancien Vice gouverneur de la Banque d'Espagne, conseiller financier et Directeur de département au FMI, a donné une allocution sur le sujet.

2.10 ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

2.10.1 Relations avec le Parlement

2.10.1.1 Présentation du projet relatif au fonds de stabilité financière

Lors de la crise financière de 2008, des montants considérables de fonds publics ont été engagés par les gouvernements, en vue de soutenir le secteur financier et de protéger les déposants. Le Sommet du G-20 à Pittsburgh en septembre 2009 a formulé un message politique clair, qui a été relayé par l'Union européenne, selon lequel l'argent du contribuable ne devrait plus être utilisé à l'avenir pour couvrir des pertes du secteur bancaire.

Dans ce contexte, la BCL a soumis au Parlement et au Gouvernement luxembourgeois en septembre 2010 une proposition pour mettre en place un fonds de stabilité financière au Luxembourg constitué par des apports versés par les banques. Ce fonds de stabilité financière engloberait aussi bien un système de garantie des dépôts qu'un fonds de résolution de défaillances bancaires de manière à rétablir la confiance à l'égard du secteur financier, garantir la sécurité des dépôts, contribuer à éviter l'effet de contagion et minimiser, voire même éliminer, le besoin de recourir à des fonds publics pour sauver des banques.

Le premier objectif d'un tel fonds de stabilité financière, qui consiste à assurer le remboursement des déposants, pourrait être atteint à travers la mise en place d'un fonds de résolution, dont l'objectif est de veiller à la résolution ordonnée d'une banque, de manière à éviter que, dans l'urgence, les actifs ne soient vendus à un prix bradé et qu'il y ait des effets de contagion vers d'autres banques. En d'autres termes, il s'agit de minimiser l'impact du défaut d'une banque en essayant de maximiser la valeur des actifs restants et de faciliter, dans la mesure du possible, un retour à une utilisation « normale » de ses actifs et de ses passifs, tout en veillant à garantir les dépôts.

Dans ce contexte, il convient d'assurer toutefois que le volet de résolution des défaillances bancaires ne joue ni le rôle d'une assurance contre la faillite, ni ne soit utilisé pour renflouer une banque défaillante. Les avoirs du fonds de résolution de défaillances bancaires ne peuvent servir qu'à des fins de résolution (c'est-à-dire à gérer cette défaillance selon un processus ordonné), dans le respect des règles sur les aides d'État.

Pour assurer le financement d'un tel fonds de stabilité financière, les établissements de crédit devraient fournir une contribution aux deux volets du fonds en fonction de leur taille bilantaire et de leur profil de risque. Cette contribution alimenterait progressivement le fonds de stabilité financière.

La BCL a ainsi proposé deux options pour alimenter le fonds de stabilité financière au Luxembourg. Le fonds devrait gérer les avoirs des deux fonds sous-jacents de manière indépendante, dans le cadre de contraintes d'investissement spécifiques et définies, le cas échéant, par le législateur. La gestion des avoirs devrait être génératrice de revenus de façon à couvrir les frais de fonctionnement du fonds et à alimenter le fonds de manière complémentaire si nécessaire.

Pour déterminer la taille finale du fonds et sa base de calcul, plusieurs facteurs devraient être pris en compte:

- Les coûts de résolution de la crise passée et l'ampleur des fonds semblables proposés dans d'autres juridictions;
- Le poids du secteur financier au Luxembourg;
- Les coûts de résolution attendus pour un nombre prédéterminé de banques, tout en tenant compte des concentrations relatives des activités à caractère systémique dans les banques ; et
- La facilité de mise en oeuvre de l'approche de calcul, sa transparence et sa facilité de communication.

Sur le plan opérationnel, le Fonds devrait pouvoir disposer des ressources humaines dédiées ou mises à disposition, au moyen de conventions de sous-traitance. En outre, le Fonds devrait intervenir dans la gestion d'une banque défaillante en remplaçant les organes de gouvernance et en faisant appel à des personnes expérimentées.

A l'heure actuelle une décision concrète sur la mise en place d'un tel fonds n'a pas encore été prise par les autorités.

Entre-temps, la Commission européenne a soumis un document à consultation publique pour créer un réseau européen de fonds de résolution des défaillances bancaires. L'Eurosystème a participé à cette consultation. La Commission européenne devrait introduire prochainement des propositions législatives à cet égard.

2.10.1.2 Présentation de l'avis de la BCL relatif au projet de budget

Le 12 novembre, le Président de la BCL a présenté l'avis de la Banque relatif au projet de budget de l'Etat devant la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des députés.

2.10.2 Activité au niveau européen

2.10.2.1 Activités au niveau de la BCE

Au cours de l'année 2010, le Président de la BCL a pris part à 20 réunions du Conseil des gouverneurs et aux 4 réunions du Conseil général.

Les réunions du Conseil des gouverneurs se tiennent de façon bimensuelle à Francfort au siège de la BCE. La première réunion est dédiée à la politique monétaire et la seconde aux autres missions de l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs prend aussi des décisions par procédure écrite. En 2010, plus de 500 propositions du Directoire ont été adoptées par le Conseil des gouverneurs suivant cette procédure ; parmi ces propositions se trouvent de nombreux avis relatifs aux projets législatifs au niveau européen ou national conformément à l'article 127 paragraphe 4 du Traité de Lisbonne.

Le Conseil général, composé du Président et du Vice-président de la BCE et des gouverneurs du SEBC, se réunit quatre fois par an à Francfort.

Lors de la prise de décisions, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en tant que représentants nationaux mais en leur capacité personnelle, ce qui est reflété par le principe « un membre, un vote ».

Des comités assistent les organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs tâches. Le Conseil des gouverneurs ou le Directoire de la BCE peut leur demander des études sur des sujets précis. Les comités rendent compte au Conseil des gouverneurs par l'intermédiaire du Directoire de la BCE.

Créés pour la plupart en application de l'article 9.1 du règlement intérieur de la BCE, les comités, actuellement au nombre de dix-sept, sont essentiellement composés de membres de l'Eurosystème voire du SEBC pour certains dossiers. Chaque membre est désigné par le gouverneur de sa banque centrale nationale ou, selon le cas, par le Directoire de la BCE. Sous l'égide des comités figurent également des groupes de travail et

des *Task forces* dont les objectifs, bien que spécifiques, sont toujours conformes au mandat du comité dont ils dépendent. Le Conseil des gouverneurs a aussi créé des groupes de haut niveau pour proposer des solutions à des problèmes particuliers.

La BCL contribue aux travaux de l'Eurosystème et du SEBC en participant aux réunions de leurs comités et groupes de travail.

2.10.2.2 Relations avec le Parlement européen

Le 15 janvier 2010, à l'invitation du Président de la BCL, les membres luxembourgeois du Parlement européen ont participé à une réunion de travail auprès de la BCL, lors de laquelle ont été discutées les questions relatives à la situation économique de la zone euro et du Luxembourg, les problèmes institutionnels tels que la gouvernance monétaire et économique et les relations entre le Parlement européen et l'Eurosystème.

2.10.2.3 Elargissement de la zone euro

Le 1^{er} janvier 2011, deux ans après la Slovaquie, l'Estonie a introduit l'euro, portant ainsi le nombre des Etats membres ayant introduit la monnaie unique à 17.

2.10.2.4 Comité économique et financier (CEF)

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 notamment chargé, 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».

En 2010, le CEF a continué à analyser l'évolution de la stabilité financière dans l'UE et les risques qui pèsent sur cette stabilité. Il a également accompagné les réformes envisagées dans le sillage de la crise économique et financière.

Le CEF traite aussi les dossiers relatifs à la politique économique discutés aux réunions informelles du Conseil ECOFIN, auxquelles le Président de la BCL participe. En 2010, ces réunions informelles ont été fortement marquées par l'impact économique de la crise, en particulier son incidence sur les finances publiques, ainsi que par les projets de réforme de la supervision du système financier européen et de la gouvernance économique. Ces discussions ont également porté, dans le contexte d'une stabilisation progressive de la situation économique, sur les stratégies de sortie de crise appropriées, eu égard notamment aux mesures budgétaires qu'avaient adoptées les autorités publiques afin de faire face à la crise.

2.10.2.5 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 2010. 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.

2.10.3 Activités multilatérales

2.10.3.1 Activités multilatérales de la BCL

Activités au niveau du Fonds monétaire international 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 2010, 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 23,68 % 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 2010, la BCL a octroyé des crédits pour un montant de 16,2 millions de DTS.

À la fin de l'année 2010, le Luxembourg détenait 243,23 millions de DTS, soit 98,67 % de son allocation de DTS contre 98,6 % fin 2009.

Le Président de la BCL, en sa qualité de Gouverneur suppléant du FMI, a assisté à l'Assemblée annuelle du FMI et aux réunions du CMFI. 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 a participé aux travaux du Comité des marchés financiers (CMF) de l'OCDE et du Comité sur le système financier mondial (CGFS) de la BRI. Comme chaque année, le Président de la BCL a assisté à l'Assemblée générale ordinaire de la BRI.

Adhésion de la BCL à la société internationale de gestion de la liquidité islamique (IILM) :

Le 8 octobre, les membres de l'IFSB (*Islamic Financial Services Board*) dont la BCL, représentée par son Président, ont signé un *Memorandum of Participation* visant à établir une société internationale de gestion de la liquidité islamique (*International Islamic Liquidity Management Corporation* ou IILM). Le Président de la BCL a ensuite participé le 25 octobre à Kuala Lumpur (Malaisie) à la cérémonie constitutive de cette nouvelle société, qui vise à faciliter la commercialisation des services de finance islamique. Le 13 décembre, le Président de la BCL a participé à la deuxième réunion de l'IILM organisée à Jeddah (Arabie Saoudite).

Participation à des séminaires ou conférences de haut niveau :

- 5^e *High-level Seminar of Central Banks in the East Asia-Pacific Region and the Euro Area* co-organisé par la *Reserve Bank of Australia* et la Banque centrale européenne, le 10 février, lors duquel le Président de la BCL a prononcé un discours intitulé «*Review of the Framework for Liquidity Provision*».
- 7^e sommet de l'*Islamic financial services board* (IFSB) au Bahreïn les 4 et 5 mai, portant sur l'architecture financière globale et les défis pour la finance islamique. Le Président de la BCL y a présidé une session consacrée à la croissance équilibrée de la finance islamique. Des représentants de la place financière, dont M. Claude Zimmer, membre du Conseil de la BCL, ont présenté lors d'un *show-case* les atouts du Luxembourg pour la place financière.
- «*Symposium on Islamic Finance and Takaful at the Crossroads of Change*» organisé le 7 mai à Munich par le FWU Group, un groupe de services financiers présent à Munich, au Luxembourg, à Kuala Lumpur et à Dubaï. Le Président de la BCL y a prononcé un discours intitulé «*Islamic Finance and Takaful: The European Perspectives*».
- Séminaire de haut niveau de l'Eurosystème organisé conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales et autorités monétaires du Conseil de coopération du Golfe (C.C.G), le 30 juin à Rome.
- Conférence de haut niveau organisée à Tallinn le 20 septembre pour préparer l'introduction de l'euro en Estonie, et à laquelle ont participé les gouverneurs des banques centrales de la zone euro.

- Conférence *The EMU Werner plan lecture*, organisée à Londres le 14 octobre par l'*Official Monetary and Financial Institutions Forum* (OMFIF) et le *Lafferty Group* pour commémorer les quarante ans de la publication du rapport Werner, et lors de laquelle le Président de la BCL a prononcé un discours intitulé « *Lessons from the EMU Rescue – Which Way now for Europe ?* ».
- 54^{ème} congrès de l'Union Internationale des Avocats (UIA) à Istanbul le 29 octobre, lors duquel le Président de la BCL a prononcé un discours sur le thème « *European Lessons to be drawn from the Crisis to improve Global Financial Stability* ».
- "*High Level Meeting for the Middle East & North Africa Region on the Emerging Framework to Strengthen Banking Regulation and Financial Stability*" le 8 novembre à Abu Dhabi, à l'occasion duquel le Président de la BCL a prononcé le discours introductif intitulé « *Shaping a New Regulatory Framework : International Banking at the Crossroads* ».

2.10.3.2 Activités multilatérales menées avec le Gouvernement

Le Premier ministre, le Ministre des finances luxembourgeois et le Président de la BCL se sont rendus à Washington du 24 au 26 avril et du 7 au 10 octobre à l'occasion des réunions de printemps et des réunions annuelles du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale.

2.10.4 Relations bilatérales

2.10.4.1 Relations bilatérales de la BCL

Signature de Memorandums of Understanding avec des banques centrales :

Le 19 mai, le Président de la BCL et le Gouverneur de la Banque Centrale d'Islande ont signé un accord portant sur des actifs dont les sous-jacents sont libellés en couronnes islandaises dans le cadre de la liquidation d'une banque islandaise à Luxembourg.

Dans le contexte de la visite d'une délégation luxembourgeoise à Shanghai le 28 septembre, le président de la BCL a signé un *Memorandum of Understanding* avec M. Yi Gang, Vice-Gouverneur de la People's Bank of China. Ce *Memorandum of Understanding* établit les bases d'une coopération entre les deux banques centrales, notamment dans les domaines de la formation et de l'échange d'informations.

Visites de travail dans des banques centrales

- Visite du Président de la BCL à Moscou à l'occasion des célébrations données pour le cent-cinquantième anniversaire de la Banque de Russie le 18 juin.
- Troisième réunion annuelle entre la BCL et la Banque de Slovaquie à Schengen le 23 juillet. Cette réunion annuelle permet aux deux banques centrales de faire le point sur leurs activités respectives et de renforcer leur coopération dans certains domaines.
- Visites mutuelles du Président de la BCL et du Gouverneur de la Banque Nationale tchèque, Miroslav Singer, les 1^{er} et 17 septembre à Prague et à Luxembourg, à l'occasion de l'émission commune d'une pièce de collection commémorant le mariage de Jean de Luxembourg, dit « Jean l'Aveugle », avec Elisabeth de Bohême.
- Participation du Président de la BCL à la conférence organisée à l'occasion du 35^e anniversaire de la Banque du Cap Vert le 24 septembre à Praia. Le Président de la BCL y a prononcé un discours intitulé « *How the Luxembourg Experience can help reduce Lending Rates in Cape Verde* ».

2.10.4.2 Relations bilatérales en coopération avec le Gouvernement

Le 28 septembre, une délégation luxembourgeoise, présidée par le Président de la BCL ainsi que par M. Ernst-Wilhelm Contzen, Président de l'Association des Banques et Banquiers du Luxembourg (ABBL) et M. Fernand Grulms, *Chief Executive Officer* de Luxembourg for Finance (LFF), et composée de représentants et de banquiers de la place financière luxembourgeoise, s'est rendue à Shanghai pour une mission visant à renforcer les contacts mutuels entre la place financière de Luxembourg et celle de Shanghai. A cette occasion, une conférence sur la place financière du Luxembourg, sous le patronage de la BCL, a été organisée à

l'intention des représentants du secteur financier chinois. Le Président de la BCL y a prononcé un discours intitulé : « *The Euro : a Credible Currency?* »



03

LA BCL
EN TANT
QU'ORGANISATION

3

LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

3.1 GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

3.1.1 Conseil

Les compétences du Conseil de la Banque centrale du Luxembourg sont définies à l'article 6 de la loi du 23 décembre 1998 telle que modifiée. La composition du Conseil de la BCL en 2010 est la suivante :

Président : Yves Mersch

Membres : Pierre Beck

Pit Hentgen

Serge Kolb

Yves Nosbusch (depuis le 15 septembre 2010)

Patrice Pieretti (jusqu'au 11 juin 2010)

Jacques F. Poos

Romain Schintgen

Michel Wurth

Claude Zimmer

Au cours de l'année 2010, le Conseil a tenu cinq réunions. Dans le cadre de ses attributions patrimoniales, le Conseil a approuvé les comptes financiers au 31 décembre 2009, les axes budgétaires et subséquemment le budget pour l'exercice financier 2011.

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.



De g. à d. : M. Claude Zimmer, M. Yves Nosbusch, M. Pierre Beck, M. Pit Hentgen, M. Yves Mersch (Président), M. Jacques F. Poos, M. Serge Kolb, M. Michel Wurth, M. Romain Schintgen.

Comité d'audit

Depuis 2001, le Comité d'audit, composé de membres du Conseil, assiste 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 annuel. 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 9 décembre 2010, le Conseil a procédé à la nomination des membres du Comité d'audit pour l'exercice 2011 : MM. Jacques F. Poos, Romain Schintgen et Claude Zimmer. M. Yves Mersch est également membre de plein droit en tant que Président du Conseil. Le comité est présidé par un de ses membres non-exécutifs, M. Jacques F. Poos en 2010. Au cours de l'année 2010, le Comité d'audit a tenu quatre réunions.

3.1.2 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 : Serge Kolb et Pierre Beck

Les directeurs touchent un traitement selon le barème de base, des allocations ainsi que des indemnités. En effet, ils bénéficient, conformément aux dispositions de la loi du 22 juin 1963 fixant le régime des traitements des fonctionnaires de l'Etat, d'une allocation de famille dépendant de leur situation familiale et d'une allocation de fin d'année.

Les éléments de rémunération sont soumis aux taux d'imposition légaux en vigueur au Luxembourg. L'allocation de fin d'année et les indemnités de représentation et de Conseil BCL ne sont pas pensionnables.



M. Serge Kolb, M. Yves Mersch, M. Pierre Beck

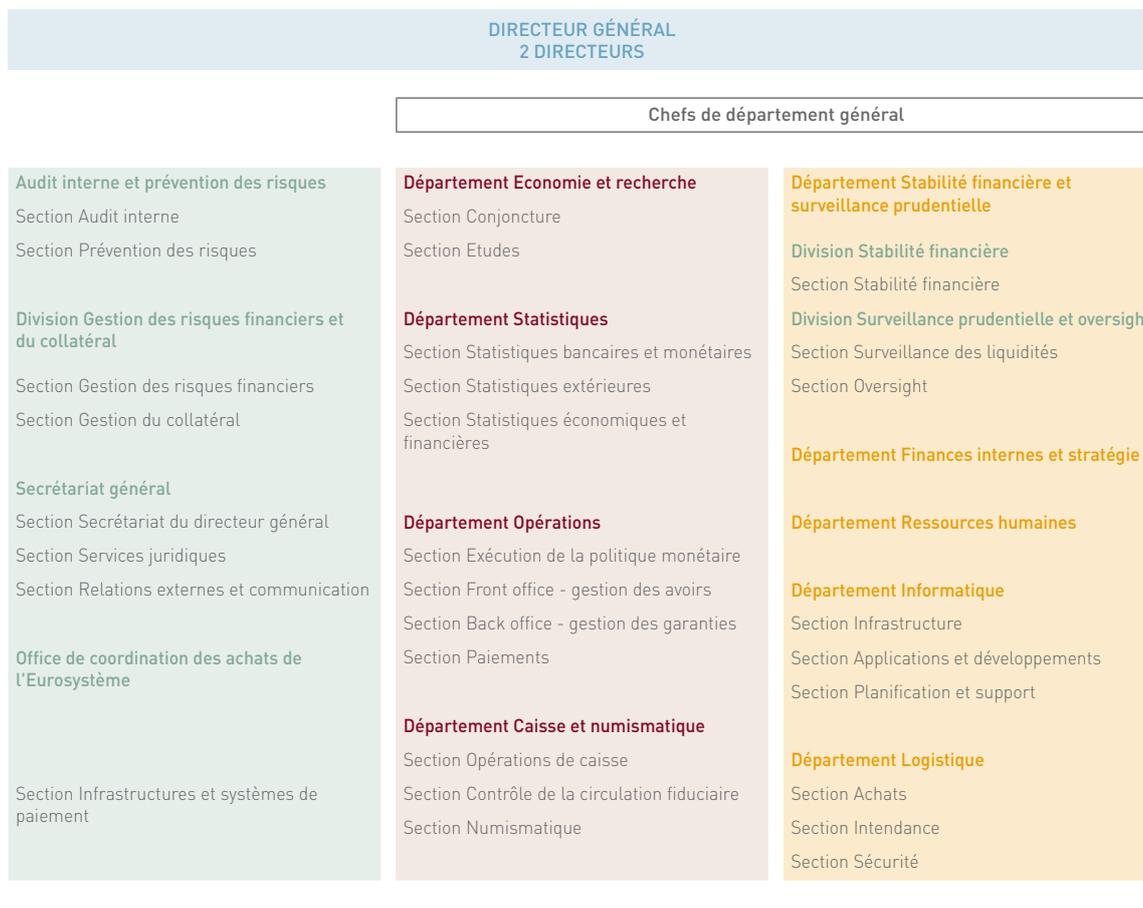
Le traitement de base qui a été payé aux directeurs est le suivant :

	Traitement
Yves Mersch (Directeur général)	162 576 €
Serge Kolb (Directeur)	151 149 €
Pierre Beck (Directeur)	151 149 €
Total	464 874 €

En outre, en relation avec leur fonction exercée au sein de la banque, les directeurs ont droit au paiement d'une indemnité de représentation (pour un total de 72 291 euros en 2010) et d'une indemnité de Conseil BCL (pour un total de 33 891 euros en 2010).

3.1.3 Organigramme

L'organigramme de la BCL (en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2011)



3.1.4 Contrôle interne et gestion des risques

La BCL s'est dotée d'un système de contrôle interne et de gestion des risques basé sur les principes généralement admis dans le secteur financier et du SEBC en tenant compte de ses activités spécifiques de banque centrale.

La Direction a défini le cadre général et les principes du contrôle interne au niveau de la gestion générale de la Banque. La responsabilité du fonctionnement effectif de ce contrôle interne incombe aux responsables hiérarchiques et à 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.

Il s'agit notamment des sections *Gestion des risques financiers* et *Gestion du collatéral*, de la section *Prévention des risques* ainsi que de la fonction *Contrôle de gestion* logée au sein du département Finances internes et stratégie.

La section Gestion des risques financiers est notamment en charge de l'analyse des risques financiers, de la surveillance de la mise en application des décisions des comités de gestion et de la direction, du contrôle du respect des limites et de la production de rapports réguliers sur ces aspects. Afin de refléter l'importance croissante de la maîtrise des risques dans le domaine de la gestion du collatéral, une section dédiée à la Gestion du collatéral a été créée au 1^{er} janvier 2011 dans la Division Gestion des Risques financiers et du collatéral.

La section Prévention des risques est en charge de la surveillance de la gestion des risques opérationnels, des risques des systèmes d'information et des risques juridiques de non conformité.

Alors que les départements opérationnels sont responsables de l'identification des risques liés à leurs activités et de prendre les mesures nécessaires pour les éviter, la section Prévention des risques a la responsabilité :

- d'établir une méthodologie commune pour l'analyse des risques
- d'assister à l'identification et l'évaluation des risques
- d'assurer un reporting périodique.

Cette section est également en charge de la coordination du Business Continuity Plan (plan de continuité des activités) et des tests y relatifs.

La fonction *compliance* a pour objectif de veiller à la conformité de l'action de la BCL aux lois, règlements et normes éthiques professionnelles. Elle intervient notamment dans les domaines suivants :

- Blanchiment d'argent et financement du terrorisme
- Déontologie professionnelle
- Prévention du délit d'initié et abus de marché
- Conflit d'intérêts
- Secret professionnel et confidentialité
- Vie privée et protection des données nominatives
- Réglementation des marchés publics.

L'Audit Interne est chargé en second rang de l'évaluation indépendante et objective du système de contrôle interne et de son fonctionnement. Il examine et évalue, sur base des objectifs et de la méthodologie retenus, l'adéquation et l'efficacité du système de contrôle interne et de la gestion des risques 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 du Conseil.

Pour l'exécution de ses tâches, l'Audit interne se base sur des normes professionnelles internationalement reconnues et appliquées dans le SEBC.

Le plan d'audit annuel comprend des missions nationales ainsi que des missions coordonnées au niveau du Comité des auditeurs internes de la BCE conformément à la politique du SEBC en matière d'audit.

Les missions d'audit peuvent donner lieu à des recommandations dont le suivi de la mise en place par les entités en charge est assuré par la cellule Audit interne.

Finalement, le Comité d'audit est informé de l'organisation du contrôle interne et de la gestion des risques ainsi que de son bon fonctionnement.

3.1.5 Contrôle externe

Le réviseur aux comptes, nommé par le gouvernement, a pour mission de vérifier et de certifier le caractère exact et complet des comptes de la BCL. Par ailleurs, le réviseur aux comptes est chargé par le Conseil de la Banque de procéder à des examens et contrôles spécifiques complémentaires annuels.

Au niveau européen, le réviseur aux comptes de la BCL est agréé par le Conseil des ministres sur recommandation du Conseil des gouverneurs de la BCE. Dans ce contexte, le réviseur externe est également 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.

3.1.6 Codes de conduite

Un Code de conduite définissant des règles de conduite internes et externes est applicable 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.

Par ailleurs, 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. Les conditions de participation aux conférences, réceptions ou événements culturels sont précisées. Les gouverneurs sont invités à une prudence particulière au regard d'invitations individuelles. Il en va de même pour leurs conjoints ou partenaires qui veillent à respecter les coutumes généralement acceptées dans les relations internationales.

3.2 PERSONNEL DE LA BCL

3.2.1 L'évolution des effectifs

Au cours de l'année 2010, le nombre d'agents de la BCL a augmenté de 8,5% pour atteindre un total de 268 personnes au 31 décembre 2010. Ces collaborateurs occupent 248,75 postes en termes d'équivalents-temps plein, une augmentation d'environ 8% par rapport à 2009. Les agents sont de 17 nationalités différentes, ce qui contribue à la diversité du capital humain de la BCL et à son enrichissement.

L'effectif moyen travaillant à la BCL en 2010 était de 256 personnes ou de 238 équivalents-temps plein.

L'effectif total autorisé pour l'année 2010 était de 259 postes équivalents-temps plein.

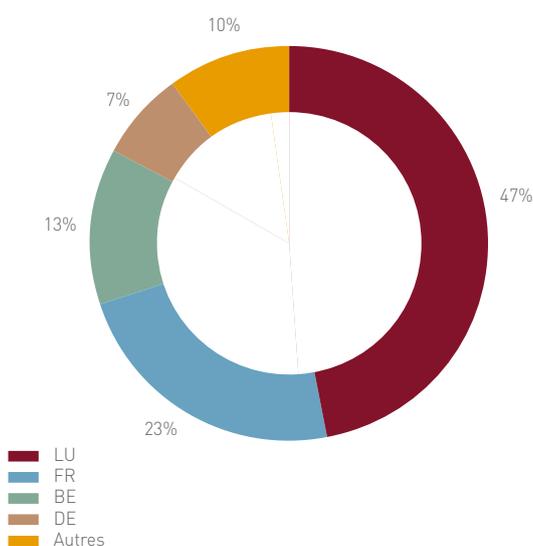
Au 31 décembre 2010, 30 agents occupaient un poste à temps partiel :

- travail à temps partiel (50%) : 8 agents
- travail à temps partiel (75%) : 9 agents
- congé pour travail à mi-temps : 13 agents

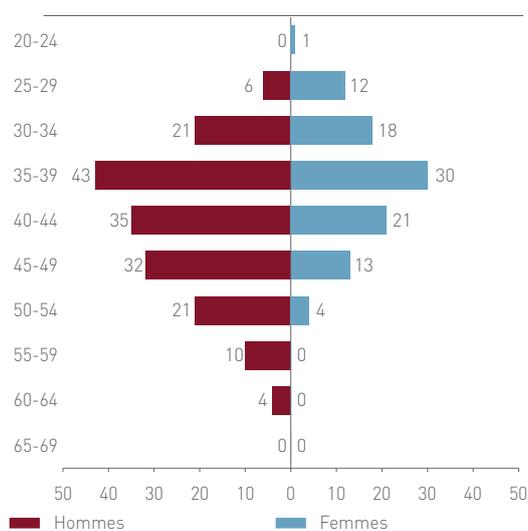
5 agents bénéficiaient d'un congé parental à plein temps et 4 agents bénéficiaient d'un congé parental à mi-temps.

Finalement, 5 agents étaient en congé sans traitement à cette date et 2 agents bénéficiaient d'un congé spécial.

Graphique 3.1 : Agents par nationalité



Graphique 3.2 : La pyramide des âges à la BCL

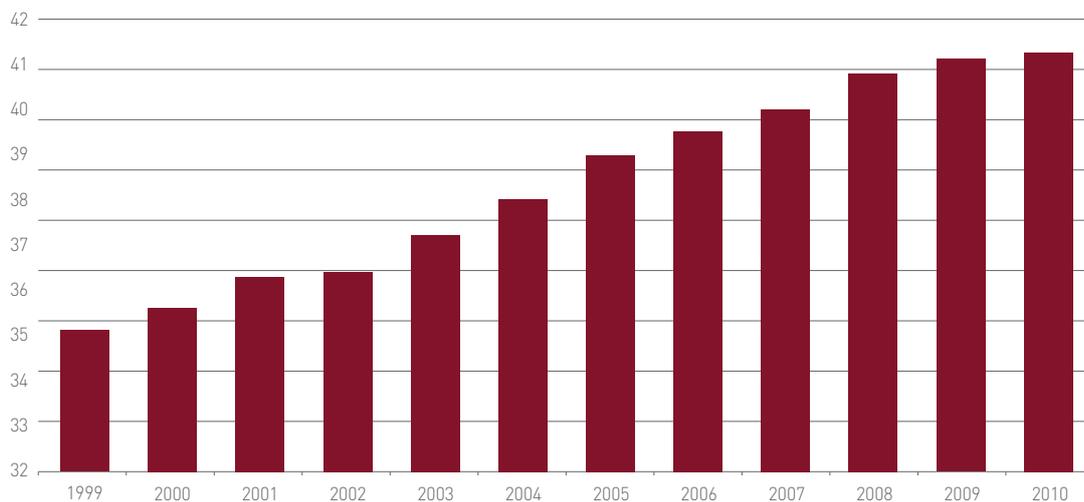


Au cours de l'exercice 2010, 12 membres du personnel ont quitté la Banque. En revanche, 38 nouveaux agents ont été recrutés pendant cette même période. La BCL a reçu 378 demandes d'emploi spontanées et 238 can-

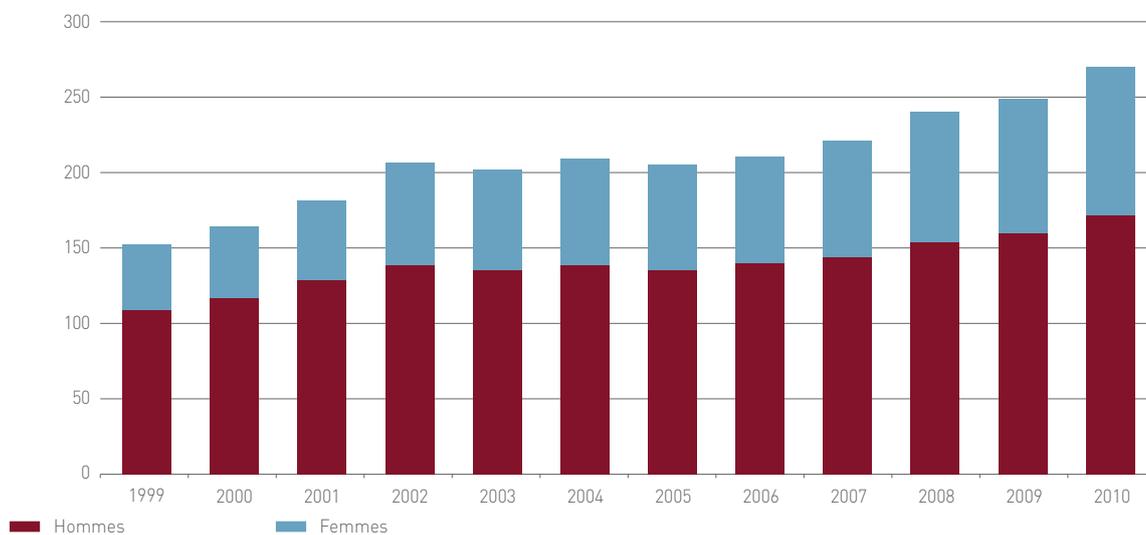
didatures pour un stage ou un emploi de vacances. En outre, 346 candidatures ont été reçues aux offres de postes publiées par la Banque.

Par ailleurs, la BCL a accueilli 7 étudiants dans le cadre d'un stage conventionné et a proposé à 14 étudiants suivant des études universitaires en relation avec les activités de la Banque des emplois d'une durée de six semaines à deux mois.

Graphique 3.3 : Évolution de la moyenne d'âge



Graphique 3.4 : Évolution des effectifs



3.2.2 Fonds de pension de la BCL

L'article 14 de la loi du 23 décembre 1998 telle que modifiée 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 : fonctionnaire, employé de l'Etat, employé privé ou ouvrier.

Le paragraphe (4) (b) de cet article prévoit que : « Les pensions des agents de la Banque centrale du Luxembourg sont à charge de la Banque centrale. Cette charge est financée par un fonds de pension de la Banque centrale. Ce fonds est alimenté d'une part par les prélèvements légaux effectués sur les traitements des agents conformément aux règles régissant le système de pension correspondant à leur statut, d'autre part par des versements effectués par la Banque centrale elle-même. »

Le Fonds de pension, opérationnel depuis 2001, est doté d'un règlement intérieur et de deux organes.

L'organe décisionnel est 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. L'organe consultatif est le comité *tactical benchmark*.

La Banque est en contact avec les responsables de la sécurité sociale ainsi que l'administration du personnel de l'Etat afin de fixer les modalités pratiques de coopération.

3.3 IMMEUBLES ET INTENDANCE

Afin de remédier à moyen terme à la pénurie de son espace de bureau, la BCL a décidé de ne plus renouveler les contrats de location existants de son bâtiment Monterey à partir de 2013.

Un étage du bâtiment Monterey a déjà été aménagé au cours de l'année 2010 afin de pouvoir déménager une partie du personnel.

Ainsi, une réserve d'espace a pu être créée pour faire face aux nouveaux recrutements prévus en 2011.

La stratégie d'économies d'énergie a été poursuivie entre autres à travers :

- La mise en production de l'installation « *free-cooling* » au site Royal ;
- La mise en place de détecteurs de présence dans différents locaux et couloirs des bâtiments ;
- L'amélioration de l'isolation des fenêtres du bâtiment le plus ancien ;
- La mise en place de pompes à variateur de fréquence.

Le programme de remplacement des chaises de bureaux par des modèles plus ergonomiques a été clôturé en 2010.

Au niveau de la gestion des déchets, les efforts tendent et tendront à réduire la consommation de papier.

3.4 FINANCES INTERNES ET STRATÉGIE

3.4.1 Comptabilité et reporting

La BCL veille à ce que son système comptable et ses procédures soient régulièrement adaptés afin qu'ils correspondent aux exigences de l'Eurosystème. En 2010, la BCL a continué à participer aux groupes en charge du cadre comptable du système européen et elle a transposé les révisions techniques y afférentes.

Par ailleurs, l'Eurosystème impose un recensement journalier de la situation active et passive de chaque banque centrale membre sur la base de règles harmonisées.

Les systèmes de contrôle mis en place ont continué à montrer leur efficacité au cours de l'exercice 2010.

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 harmonisées 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 entités concernées et à déterminer les charges inhérentes à chaque activité de la Banque. En 2011, l'Eurosystème va poursuivre ses travaux sur la méthode harmonisée de calcul et de répartition des coûts (notamment sur l'allocation des frais pour des projets et des systèmes informatiques communs).

La Banque publie sa situation active et passive sur une base mensuelle sur 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. 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.

Afin de surveiller l'adéquation de ses fonds propres dans le contexte de son indépendance financière, la Banque procède à des estimations de sa situation 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'Euro-système 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.

Les travaux en vue de l'acquisition d'un nouveau logiciel pour la gestion des titres se sont poursuivis en 2010.

3.4.2 Budget

L'établissement du budget, conformément à la loi organique de la BCL, s'inscrit dans le cadre pluriannuel de planification des résultats de la Banque dont le but primordial est d'assurer l'équilibre financier à long terme. Le budget détermine par ailleurs le seuil supérieur des dépenses opérationnelles et d'investissement que la Banque peut engager au cours d'un exercice. Le budget de la BCL intègre 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.

Le budget 2010 de la BCL a été établi en application des modalités de la procédure budgétaire CI99011 et des orientations énoncées par le Conseil en date du 9 juillet 2009. Le budget 2010 a été approuvé par le Conseil de la BCL en date du 5 février 2010.

Le budget 2010 tient notamment compte des éléments suivants :

- Depuis des années, le nombre de tâches assignées à la BCL tant au niveau national qu'euro-péen est en constante augmentation. L'octroi continu de nouvelles tâches implique impérativement un renforcement des effectifs de la Banque tant dans les unités opérationnelles que de support. Cette tendance s'est vérifiée pour 2010.
- Dans le contexte de la crise financière actuelle et des taux d'intérêt directeurs bas et en considérant que la BCL ne dispose toujours pas de capitaux propres appropriés, les pouvoirs décisionnels de la BCL ont renforcé les mesures d'économie déjà existantes. Ces efforts ont permis de réduire le budget opérationnel hors frais de personnel de 0,1 % par rapport à 2009 et ceci malgré une augmentation simultanée des effectifs.
- La BCL continue à mettre en œuvre des projets internes et européens d'envergure qui, de toute évidence, se répercutent au niveau du budget.

Le département Finances internes et stratégie supervise l'exécution du budget et établit des rapports trimestriels à l'attention de la Direction. A la fin de chaque exercice, une analyse détaillée des écarts constatés entre le budget et les dépenses effectives est rédigée. Cette analyse est soumise à la Direction et au Conseil de la Banque pour information et approbation et les conclusions qui peuvent en être tirées sont prises en compte pour l'établissement des budgets futurs.

Le réalisé au 31 décembre 2010 des charges opérationnelles et d'investissement est resté en dessous des limites fixées par le budget.

3.4.3 Planning stratégique et contrôle de gestion

Le « contrôle de gestion » a pour but de renforcer l'efficacité et la responsabilisation au sein de la Banque, ce qui permet à la Direction de concentrer son implication dans la gestion courante sur les décisions stratégiques. A cette fin, le contrôle de gestion assiste également la Direction en lui fournissant les analyses chiffrées et les tableaux de bord utiles à la prise de décision.

Par ailleurs, les tableaux de bord permettent aux responsables hiérarchiques et à la Direction de suivre la performance opérationnelle de la Banque. Ces tableaux de bord contiennent à la fois des indicateurs financiers et des indicateurs opérationnels (qualitatifs et quantitatifs) liés aux axes stratégiques et aux objectifs définis.

Comme la BCL continue de se développer, une planification plus poussée à moyen et long terme est devenue nécessaire. La BCL a établi en 2010 une structure organisationnelle pour faciliter et aider le « planning stratégique » de la Banque. Dans ce contexte, la BCL a également renforcé en 2010 sa coordination transversale en vue du démarrage, dans un avenir proche, de nombreux nouveaux projets.

3.5 EUROSISTEM PROCUREMENT CO-ORDINATION OFFICE (EPCO)

En décembre 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE désignait la Banque centrale du Luxembourg pour mettre sur pied et héberger une nouvelle entité de coordination, l'Office de coordination des achats de l'Eurosystème (EPCO) à partir du 1^{er} janvier 2008 pour une période de 5 ans.

L'EPCO a pour objectif d'assurer une meilleure coordination des achats de biens et services de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales membres de l'Eurosystème.

Les experts en marchés publics des banques centrales participantes se sont réunis six fois au cours de l'année 2010 et, notamment, les activités d'échange de bonnes pratiques ont servi à alimenter la base de données en matière de procédures d'achats publics établie en 2009 pour toutes les banques participantes. Ces activités continueront en 2011 avec pour objectif de disposer d'une base de données complète en 2012.

En 2010, le deuxième programme d'achats en commun des banques centrales a été lancé et des progrès notables ont été observés dans plusieurs domaines. Des études dans les domaines identifiés dans le programme 2009 ont donné lieu à plusieurs propositions spécifiques d'achats en commun. En décembre 2010, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé l'« EPCO Procurement Plan 2011 », qui a élargi la gamme d'activités de l'EPCO pour 2011, à un total de treize procédures d'achat groupé et quatre domaines d'étude.

En mai 2010, le Conseil des gouverneurs de la BCE a également approuvé le Rapport annuel d'activités de l'EPCO pour l'année 2009. Ce rapport contenait aussi l'exécution du budget 2009 et le plan de répartition des coûts de fonctionnement de l'EPCO aux banques centrales participantes.

En décembre 2010, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le rapport sur la « *Mid-term Review of EPCO's activities* », visant à effectuer une revue du fonctionnement de l'EPCO pendant la première moitié de son mandat et à formuler des recommandations ainsi que des propositions pour leur mise en œuvre au cours de la deuxième moitié du mandat. Par conséquent, l'EPCO s'est vu attribuer un rôle plus ambitieux dans le cadre des procédures d'achat groupé ayant désormais la possibilité, sous la tutelle de la Banque centrale du Luxembourg, d'assumer le rôle de « *Lead Central Bank* » dans ces procédures. Aussi, le système de financement de l'EPCO se fera dorénavant de façon plus objective et proportionnée et les programmes d'achat commun seront gérés de façon multi-annuelle, permettant une gestion plus efficace des procédures d'achat groupé.

En décembre 2010, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le budget 2011 pour EPCO pour un montant de 1,68 million d'euros.

3.6 COMPTES FINANCIERS

3.6.1 Chiffres-clés à la clôture du bilan (en euros)

	2009	2010	Variation en % 2010/2009
Total du bilan	77 049 043 144	79 719 605 521	3%
Engagements envers des établissements de crédit	13 488 516 285	9 641 729 532	-29%
Concours à des établissements de crédit	15 156 000 000	2 768 600 000	-82%
Non exigible ⁽¹⁾ , comptes de réévaluation, provisions administratives et risques bancaires spécifiques	752 914 346	784 541 974	4%
Produit net bancaire ⁽²⁾	233 429 734	128 340 403	-45%
Total des revenus nets	53 742 397	48 612 237	-10%
Frais généraux administratifs	42 223 811	42 723 146	1%
Résultat net	6 804 200	1 719 034	-75%
Cash Flow ⁽³⁾	191 721 401	170 892 549	-11%
Personnel (hors direction)	247	268	9%
Part de la BCL dans le capital de la BCE	0,1747%	0,1747%	
Part de la BCL dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	2,021%	0,506%	

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

(2) Résultat net ajusté 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

3.6.2 Rapport du réviseur d'entreprises agréé

Au Conseil de la Banque centrale du Luxembourg
Au Gouvernement
A la Chambre des Députés

Nous avons effectué l'audit des comptes financiers ci-joints de la Banque centrale du Luxembourg, comprenant le bilan au 31 décembre 2010 ainsi que le compte de profits et pertes pour l'exercice clos à cette date, et un résumé des principales méthodes comptables et d'autres notes explicatives.

Responsabilité de la Direction dans l'établissement et la présentation des comptes financiers

Les comptes financiers sont établis par la Direction et approuvés par le Conseil. La Direction est responsable de l'établissement et de la présentation sincère de ces comptes financiers, conformément aux principes comptables généralement admis et ceux définis par le Système Européen des Banques Centrales ainsi que d'un contrôle interne qu'elle juge nécessaire pour permettre l'établissement des comptes financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celle-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Responsabilité du Réviseur d'Entreprises agréé

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces comptes financiers sur la base de notre audit. Nous avons effectué notre audit selon les Normes Internationales d'Audit telles qu'adoptées pour le Luxembourg par la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer aux règles d'éthique et de planifier et de réaliser l'audit pour obtenir une assurance raisonnable que les comptes financiers ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit implique la mise en œuvre de procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournies dans les comptes financiers. Le choix des procédures relève du jugement du Réviseur d'Entreprises agréé, de même que l'évaluation des risques que les comptes financiers comportent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou résultent d'erreurs.

En procédant à cette évaluation, le Réviseur d'Entreprises agréé prend en compte le contrôle interne en vigueur dans l'entité relatif à l'établissement et la présentation sincère de comptes financiers afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur le fonctionnement efficace du contrôle interne de l'entité.

Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et du caractère raisonnable des estimations comptables faites par la Direction, de même que l'appréciation de la présentation d'ensemble des comptes financiers.

Nous estimons que les éléments probants recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Opinion

A notre avis, les comptes financiers donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la Banque centrale du Luxembourg au 31 décembre 2010, ainsi que des résultats pour l'exercice clos à cette date, conformément aux principes comptables généralement admis et ceux définis par le Système européen de banques centrales.

Luxembourg, le 1^{er} mars 2011

KPMG Audit S.à r.l.
Cabinet de révision agréé

K. Riehl

S. Chambourdon

3.6.3 Bilan au 31 décembre 2010

ACTIF	Notes	2010	2009
Avoirs et créances en or	3	76 277 814	55 490 933
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	4	559 565 189	505 915 151
– créances sur le FMI		358 082 581	321 492 295
– comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		201 482 608	184 422 856
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	5	95 157 125	71 067 245
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6	1 559 679 672	1 601 110 558
– comptes auprès des banques, titres et prêts		1 559 679 672	1 601 110 558
Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	7	2 768 600 000	15 156 000 000
– opérations principales de refinancement	7.1.	1 125 600 000	1 953 000 000
– opérations de refinancement à long terme	7.2.	1 643 000 000	13 203 000 000
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	8	1 014 440 661	1 010 269 125
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	9	4 004 164 315	3 910 225 687
– titres détenus dans le cadre de la politique monétaire	9.1.	430 742 233	45 317 335
– autres titres	9.2.	3 573 422 082	3 864 908 352
Créances envers l'Eurosystème	10	67 999 926 986	52 572 646 254
– participation au capital de la BCE	10.1.	18 696 620	15 784 953
– créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférées	10.2.	100 638 597	100 638 597
– autres créances envers l'Eurosystème	10.3.	67 880 591 769	52 456 222 704
Valeurs en cours de recouvrement		728	1 476
Autres actifs	11	1 641 793 031	2 166 316 715
– immobilisation corporelles et incorporelles	11.1.	55 197 792	58 284 450
– autres actifs financiers	11.2.	111 143 624	103 583 005
– comptes de régularisation	11.3.	151 721 511	195 684 787
– divers	11.4.	1 323 730 104	1 808 764 473
Total de l'actif		79 719 605 521	77 049 043 144

Les notes renvoient à l'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2010.

PASSIF	Notes	2010	2009
Billets en circulation	12	1 935 513 110	1 858 777 355
Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	13	9 641 729 531	13 488 516 285
– comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	13.1.	6 435 590 706	7 986 042 119
– facilités de dépôts	13.2.	2 986 138 825	5 502 474 166
– dépôts à terme	13.3.	220 000 000	-
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	14	347 975 936	343 930 484
– engagement envers des administrations publiques	14.1.	347 825 258	343 928 072
– autres engagements		150 678	2 412
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	15	1 230 361 599	1 173 715 978
Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	16	22 307 244	-
– engagements envers le secteur financier		22 307 244	-
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	17	74 676 245	74 107 887
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	18	285 391 510	268 473 209
Engagements envers l'Eurosystème	19	64 974 757 810	58 701 341 155
– engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	19.1.	64 974 757 810	58 701 341 155
Valeurs en cours de recouvrement	20	285	471
Autres engagements	21	209 863 308	190 324 104
– comptes de régularisation		175 407 214	155 909 204
– divers		34 456 094	34 414 900
Provisions	22	515 628 167	448 753 796
Comptes de réévaluation	23	297 706 144	319 126 822
Capital et réserves	24	181 975 598	175 171 398
– capital	24.1.	175 000 000	175 000 000
– réserves	24.2.	6 975 598	171 398
Bénéfice de l'exercice		1 719 034	6 804 200
Total du passif		79 719 605 521	77 049 043 144

Les notes renvoient à l'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2010.

3.6.4 Hors-bilan au 31 décembre 2010

	Notes	2010	2009
Titres reçus en garantie	25	210 222 286 690	222 784 229 418
Réserves de change gérées pour le compte de la Banque centrale européenne	26	304 680 837	273 110 588
Contrats à terme ferme	27	121 668 500	127 133 000
Collection numismatique		207 417	205 829
		210 648 843 444	223 184 678 835

Les notes renvoient à l'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2010.

3.6.5 Compte de profits et pertes au 31 décembre 2010

	Notes	2010	2009
Intérêts reçus	28	912 078 799	1 164 838 071
Intérêts payés	28	(730 475 431)	(915 296 255)
Revenus nets d'intérêts	28	181 603 368	249 541 816
Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières	29	72 633 294	54 405 713
Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises	30	(112 132 569)	(20 885 405)
Dotations / reprises de provisions pour risques	31	(67 668 179)	(199 519 974)
Résultat net d'opérations financières, corrections de valeur et provisions		(107 167 454)	(165 999 666)
Commissions perçues	32	16 984 552	19 555 931
Commissions payées	32	(15 950 957)	(17 765 097)
Résultat net sur commissions	32	1 033 595	1 790 834
Produits des participations	33	3 669 719	2 233 833
Résultat net provenant de la répartition du revenu monétaire	34	(39 098 266)	(41 674 274)
Autres revenus	35	8 571 273	7 849 854
Total des revenus nets		48 612 235	53 742 397
Frais de personnel	36	(28 075 491)	(25 846 425)
Autres frais généraux administratifs	37	(8 762 363)	(8 873 967)
Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	11.1., 38	(4 170 055)	(4 714 386)
Frais relatifs à la production de signes monétaires	39	(811 372)	(1 133 127)
Autres frais	40	(5 073 920)	(6 370 292)
Résultat de l'exercice		1 719 034	6 804 200

Les notes renvoient à l'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2010.

3.6.6 Annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2010

Note 1 - Généralités

La Banque centrale du Luxembourg («BCL» ou «Banque centrale») a été créée par la loi du 22 avril 1998. Selon la loi du 23 décembre 1998 telle que modifiée, 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 Banque centrale est également en charge de la surveillance de la situation générale de la liquidité sur les marchés ainsi que de l'évaluation des opérateurs de marché à cet égard. Elle est autorisée à prendre et céder des participations et elle peut, en des circonstances exceptionnelles, octroyer des prêts à court terme à des contreparties sur base de sûretés appropriées. 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 ;
- permanence des méthodes et comparabilité ;
- importance relative ;
- principe de continuité de l'exploitation ;
- principe de spécialisation des exercices.

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 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 détenus dans le cadre de la politique monétaire sont évalués au coût amorti et des corrections de valeur sont appliquées dans les cas où une dépréciation durable est constatée.

Les autres titres négociables libellés en monnaies étrangères et en euros sont évalués au prix du marché, à la date de clôture de l'exercice tandis que les titres figurant dans le portefeuille d'investissement, qui sont destinés à être gardés jusqu'à leur échéance, sont évalués à leur valeur d'acquisition ou de transfert ajustée du prorata des agios et disagios. Des corrections de valeur sont appliquées à cette dernière catégorie de titres dans les cas où une dépréciation durable est constatée.

La réévaluation des titres s'effectue ligne par ligne et par code ISIN.

2.6 Reconnaissance des produits et charges

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

Les plus-values et moins-values réalisées sur devises, titres et instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché sont 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 BCE et les BCNs qui forment ensemble l'Eurosystème, émettent des billets en euros depuis le 1^{er} janvier 2002. La répartition de la valeur totale des billets en circulation est effectuée le dernier jour ouvrable de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets.

Depuis 2002, 8% de la valeur totale des billets en circulation sont attribués à la BCE, tandis que les 92% restants sont attribués aux BCNs, 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 « Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème ».

Les intérêts payés ou reçus sur les soldes intra-Eurosystème sont réglés par l'intermédiaire de la BCE et sont repris sous la rubrique « Revenus nets d'intérêts ».

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le revenu de seigneurage de la BCE, résultant de la part de 8% des billets en euros qui est attribuée à la BCE, ainsi que le revenu net de la BCE provenant du portefeuille détenu au titre du programme pour les marchés de titres ne seront pas distribués au titre de l'exercice 2010.

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 « 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 également 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 1^{er} janvier 1999, suite à l'entrée en vigueur de la loi du 23 décembre 1998, les pensions des agents de la BCL sont intégralement à charge de la BCL. L'infrastructure d'un fonds de pension a été mise en place au cours de l'année 2000. Le fonds de pension a pour but de couvrir les risques de vieillesse, d'invalidité et de survie.

Le calcul actuariel 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 inscrits au compte « Provision pour pensions ». En cours d'exercice, 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 et elle est diminuée des paiements faits aux pensionnés. En fin d'exercice, la provision est ajustée en fonction d'un nouveau calcul actuariel. 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

En vertu du principe de prudence, la BCL applique une politique qui 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 2010, la BCL détient 272,61 onces d'or pour une valeur de 0,29 million d'euros (409,67 onces d'or pour une valeur de 0,3 million d'euros au 31 décembre 2009) 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 76 millions d'euros (55 millions d'euros au 31 décembre 2009).

A la date du bilan, l'or est évalué sur la base du prix en euro par once d'or fin dérivé de la cotation en USD établie lors du fixing à Londres du 31 décembre 2010.

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

	2010 EUR	2009 EUR
Créances sur le FMI	358 082 581	321 492 295
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises	201 482 608	184 422 856
	559 565 189	505 915 151

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

Cette rubrique se décompose en deux sous-rubriques :

- les créances détenues sur le Fonds monétaire international («FMI») se composent de la position de réserve et des DTS détenus. Les DTS sont des actifs de réserve créés 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, placements, 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 198,5 millions d'euros au 31 décembre 2010 (contre 176,9 millions d'euros au 31 décembre 2009) est constitué essentiellement 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 2010, la valeur de marché de ceux-ci tient compte d'un ajustement net positif d'évaluation de 1,7 millions d'euros (ajustement net positif d'évaluation de 2,9 millions d'euros au 31 décembre 2009).

Les avoirs en banques s'élèvent à 3 millions d'euros au 31 décembre 2010 (7,5 millions d'euros au 31 décembre 2009).

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 pour un montant de 95,2 millions d'euros au 31 décembre 2010 (contre 71,1 millions d'euros au 31 décembre 2009).

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

	2010 EUR	2009 EUR
Comptes auprès de banques	17 616 744	8 920 212
Titres	1 390 062 928	1 482 633 679
- titres en portefeuille de placement	1 287 801 478	1 382 466 794
- titres en portefeuille d'investissement	102 261 450	100 166 885
Placements	152 000 000	109 556 667
	1 559 679 672	1 601 110 558

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

Les titres repris sous cette rubrique comprennent deux catégories :

- Le portefeuille-titres de placement 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 2010, la valeur de marché de ceux-ci tient compte d'un ajustement net négatif d'évaluation de 75,5 millions d'euros (ajustement net négatif d'évaluation de 92,6 millions d'euros au 31 décembre 2009).
- Le portefeuille d'investissement dont la constitution a été décidée en 2007 et qui est composé de titres destinés à être gardés jusqu'à l'échéance finale. Ce portefeuille est évalué au coût amorti, c'est-à-dire au coût d'acquisition compte tenu du prorata des agios et disagios ainsi que des dépréciations durables. Aucune acquisition n'a été faite depuis fin 2007. Les titres qui se trouvaient déjà en portefeuille au 31 décembre 2006 ont été transférés à la valeur comptable du 1^{er} janvier 2007 ; les titres acquis dans le courant de 2007 ont été transférés à la valeur d'acquisition. Les titres qui font partie du portefeuille d'investissement continuent à être évalués à la valeur décrite ci-dessus sans qu'il soit tenu compte de leur valeur de marché au 31 décembre 2010.

La valeur comptable des titres actuellement en portefeuille s'élève à 102,3 millions d'euros (100,2 millions d'euros au 31 décembre 2009). Une seule exposition fait l'objet d'une dépréciation durable au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2010. La correction de valeur y relative ajustée au 31 décembre 2010 est de 42 millions d'euros.

Note 7 - Concours en euros a 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 :

	2010 EUR	2009 EUR
Opérations principales de refinancement	1 125 600 000	1 953 000 000
Opérations de refinancement à long terme	1 643 000 000	13 203 000 000
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Cessions temporaires à des fins structurelles	-	-
Facilités de prêt marginal	-	-
Appels de marge versés	-	-
	2 768 600 000	15 156 000 000

Le total des concours en euros accordé par l'Eurosystème à des établissements de crédit de la zone euro s'élève à 546 747 millions d'euros. La BCL a accordé 2 768 millions d'euros de ce poste. Conformément à l'article 32.4 des statuts du SEBC, les risques liés à la politique monétaire, au cas où ils se concrétiseraient, seront partagés dans leur totalité par les BCNs de l'Eurosystème, proportionnellement aux clés de répartition du capital dans la BCE.

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 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.

7.5 Facilités de prêt marginal

Il s'agit de facilités permanentes permettant aux contreparties d'obtenir auprès de la BCL, contre des actifs éligibles, des crédits « overnight » à un taux d'intérêt prédéterminé.

7.6 Appels de marge versés

Il s'agit de crédits supplémentaires accordés 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.

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

	2010 EUR	2009 EUR
Titres détenus dans le cadre de la politique monétaire	430 742 233	45 317 335
Autres titres	3 573 422 082	3 864 908 352
- titres en portefeuille de placement	3 415 768 744	3 706 676 021
- titres en portefeuille d'investissement	157 653 338	158 232 331
	4 004 164 315	3 910 225 687

9.1 Titres détenus dans le cadre de la politique monétaire

Cette rubrique contient des titres acquis par la BCL dans le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées et dans le cadre du programme pour les marchés de titres classés comme held to maturity (HTM). Ces titres sont évalués au coût amorti et des corrections de valeur sont appliquées dans les cas où une dépréciation durable est constatée.

Les achats de la BCL dans le cadre du programme d'obligations sécurisées ont été complétés à la fin juin 2010 et s'élèvent à un total de 138,3 millions d'euros au 31 décembre 2010.

Le total des titres détenus dans le cadre du programme pour les marchés de titres par l'Eurosystème s'élève à 74 milliards d'euros, dont 292,4 millions sont détenus par la BCL. En accord avec l'article 32.4 des statuts, tous les risques liés à la détention de cette catégorie de titres seront partagés par l'Eurosystème en proportion des clés de répartition dans le capital de la BCE.

La valeur comptable de la totalité du portefeuille des titres détenus dans le cadre de la politique monétaire s'élève à 430,7 millions d'euros au 31 décembre 2010 (45,3 millions d'euros au 31 décembre 2009).

9.2 Autres titres

Les titres repris sous cette rubrique comprennent :

- le portefeuille-titres de placement en euros émis par des résidents de la zone euro s'élève à 3 415,8 millions d'euros au 31 décembre 2010 (contre 3 706,7 millions d'euros au 31 décembre 2009). 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 2010, la valeur de marché de ceux-ci tient compte d'ajustement net négatif d'évaluation de 179,9 millions d'euros (ajustement net négatif d'évaluation de 26,7 millions d'euros au 31 décembre 2009) ;
- le portefeuille d'investissement dont la constitution a été décidée en 2007 et qui est composé de titres destinés à être gardés jusqu'à l'échéance finale. Ce portefeuille est évalué au coût amorti, c'est-à-dire au coût d'acquisition compte tenu du prorata des agios et disagios ainsi que des dépréciations durables. Aucune acquisition n'a été faite depuis fin 2007. Les titres qui se trouvaient déjà en portefeuille au 31 décembre 2006 ont été transférés à la valeur comptable du 1^{er} janvier 2007 ; les titres acquis au cours de 2007 ont été transférés à la valeur d'acquisition. Les titres qui font partie du portefeuille d'investissement continuent à être évalués à la valeur décrite ci-dessus sans qu'il soit tenu compte de leur valeur de marché au 31 décembre 2010. La valeur comptable des titres actuellement en portefeuille s'élève à 157,7 millions d'euros (158,2 millions d'euros au 31 décembre 2009). Les titres en question feront l'objet d'une correction de valeur lorsqu'une dépréciation durable sera constatée.

Note 10 - Créances envers l'eurosysteme

10.1 Participation au capital de la BCE

Conformément à l'article 28 des statuts du SEBC, les BCNs composant le SEBC sont les seuls souscripteurs au capital de la BCE. Ces souscriptions dépendent des parts respectives qui sont fixées selon les modalités contenues dans l'article 29.3 des statuts du SEBC et qui font l'objet d'une adaptation quinquennale.

Avec effet au 29 décembre 2010, la BCE a augmenté son capital souscrit de 5 milliards d'euros. Celui-ci est ainsi passé de 5 760 652 402,58 à 10 760 652 402,58 d'euros. Les BCNs de l'euro-zone doivent payer leur part à cette augmentation de capital en trois versements annuels de montant égal. Le premier versement a été payé le 29 décembre 2010 et les deux autres paiements seront à faire à la fin des années 2011 et 2012.

Par conséquent, la BCL a payé, le 29 décembre 2010, un premier montant de 2 911 666,67 euros.

Au 31 décembre 2010, la part libérée de la BCL dans le capital de la BCE s'élève à 12 975 526,42 euros (contre 10 063 859,75 euros au 31 décembre 2009).

Par ailleurs, la part de la BCL dans le total des fonds propres de la BCE reflète le rachat subséquent par la BCL de réserves de la BCE pour un montant de 5,7 millions d'euros (5,7 millions d'euros au 31 décembre 2009).

Les capitaux souscrits et payés par les BCNs peuvent être résumés comme suit :

	Capital souscrit jusqu'au 28 décembre 2010	Capital payé jusqu'au 28 décembre 2010	Capital souscrit à partir du 29 décembre 2010	Capital payé à partir du 29 décembre 2010
Banque Nationale de Belgique	139 730 384,68	139 730 384,68	261 010 384,68	180 157 051,35
Deutsche Bundesbank	1 090 912 027,43	1 090 912 027,43	2 037 777 027,43	1 406 533 694,10
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	63 983 566,24	63 983 566,24	119 518 566,24	82 495 232,91
Banque de Grèce	113 191 059,06	113 191 059,06	211 436 059,06	145 939 392,39
Banco de España	478 364 575,51	478 364 575,51	893 564 575,51	616 764 575,51
Banque de France	819 233 899,48	819 233 899,48	1 530 293 899,48	1 056 253 899,48
Banca d'Italia	719 885 688,14	719 885 688,14	1 344 715 688,14	928 162 354,81
Central Bank of Cyprus	7 886 333,14	7 886 333,14	14 731 333,14	10 167 999,81
Banque centrale du Luxembourg	10 063 859,75	10 063 859,75	18 798 859,75	12 975 526,42
Central Bank of Malta	3 640 732,32	3 640 732,32	6 800 732,32	4 694 065,65
De Nederlandsche Bank	229 746 339,12	229 746 339,12	429 156 339,12	296 216 339,12
Oesterreichische Nationalbank	111 854 587,70	111 854 587,70	208 939 587,70	144 216 254,37
Banco de Portugal	100 834 459,65	100 834 459,65	188 354 459,65	130 007 792,98
Banka Slovenije	18 941 025,10	18 941 025,10	35 381 025,10	24 421 025,10
Národná banka Slovenska	39 944 363,76	39 944 363,76	74 614 363,76	51 501 030,43
Suomen Pankki – Banque de Finlande	72 232 820,48	72 232 820,48	134 927 820,48	93 131 153,81
Sous-total BCN zone euro	4 020 445 721,55	4 020 445 721,55	7 510 020 721,55	5 183 637 388,22
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	50 037 026,77	3 502 591,87	93 467 026,77	3 505 013,50
Česká národní banka	83 368 161,57	5 835 771,31	155 728 161,57	5 839 806,06
Danmarks Nationalbank	85 459 278,39	5 982 149,49	159 634 278,39	5 986 285,44
Eesti Pank	10 311 567,80	721 809,75	19 261 567,80	722 308,79
Latvijas Banka	16 342 970,87	1 144 007,96	30 527 970,87	1 144 798,91
Lietuvos bankas	24 517 336,63	1 716 213,56	45 797 336,63	1 717 400,12
Magyar Nemzeti Bank	79 819 599,69	5 587 371,98	149 099 599,69	5 591 234,99
Narodowy Bank Polski	282 006 977,72	19 740 488,44	526 776 977,72	19 754 136,66
Banca Națională a României	141 971 278,46	9 937 989,49	265 196 278,46	9 944 860,44
Sveriges Riksbank	130 087 052,56	9 106 093,68	242 997 052,56	9 112 389,47
Bank of England	836 285 430,59	58 539 980,14	1 562 145 430,59	58 580 453,65
Sous-total BCN hors zone euro	1 740 206 681,03	121 814 467,67	3 250 631 681,03	121 898 688,04
Total	5 760 652 402,58	4 142 260 189,22	10 760 652 402,58	5 305 536 076,26

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

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 équivalente à zéro sur la partie en or.

Au 31 décembre 2010, cette créance de la BCL est de 100 638 597 euros (inchangé par rapport à 2009).

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, les autres banques centrales nationales ainsi qu'avec la BCE. Cette créance s'élève à 67,9 milliards d'euros au 31 décembre 2010 (52,5 milliards d'euros au 31 décembre 2009).

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

Note 11 - Autres actifs

11.1 Immobilisations corporelles et incorporelles

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

	Immeubles EUR	Matériel et mobilier EUR	Logiciels EUR	Autres EUR	Total EUR
Valeur brute au 01.01.2010	92 410 462	13 374 198	6 052 367	122 959	111 959 986
Cessions/ remboursements	-	-	(187 500)	-	(187 500)
Acquisitions	541 828	481 388	31 858	215 823	1 270 897
Valeur brute au 31.12.2010	92 952 290	13 855 586	5 896 725	338 782	113 043 383
Amortissements cumulés au 01.01.2010	36 974 960	11 230 423	5 470 153	-	53 675 536
Cessions	-	-	-	-	-
Dotations	3 260 600	712 137	197 318	-	4 170 055
Amortissements cumulés au 31.12.2010	40 235 560	11 942 560	5 667 471	-	57 845 591
Valeur nette au 31.12.2010	52 716 730	1 913 026	229 254	338 782	55 197 792

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 »). L'ancien bâtiment situé avenue Monterey 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 été achevée en 2006.

Les bâtiments « Pierre Werner » et « Monterey » 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 :

	2010 EUR	2009 EUR
Autres participations	3 045 952	45 952
Fonds de pension	108 097 672	103 537 053
	111 143 624	103 583 005

Les autres participations se composent des participations que la BCL détient dans Swift, l'ATTF et LuxCSD S.A..

Les avoirs du fonds de pension sont inscrits au compte intitulé « Fonds de pension ». Le solde de ce compte correspond à la valeur nette d'inventaire du fonds de pension telle qu'elle a été calculée par la banque dépositaire du fonds au 31 décembre.

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 inscrits à cette rubrique les commissions à recevoir, les charges payées d'avance, dont notamment les traitements payés pour le mois de janvier 2011 et les produits à recevoir.

11.4 Divers

	2010 EUR	2009 EUR
Autres	1 323 730 104	1 808 764 473
	1 323 730 104	1 808 764 473

Cette rubrique inclut notamment les créances ouvertes sur les clients qui ont été déclarés en défaut de paiement en 2008 sur les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème.

La rubrique «Autres» comprend également 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 (15,4 millions d'euros au 31 décembre 2010).

Note 12 - Billets en circulation

Sous cette rubrique figure la part de la BCL dans la circulation des billets en euros émis par les banques centrales de l'Eurosystème proportionnellement à sa participation dans le capital de la BCE, soit 1 935,5 millions d'euros (1 858,8 millions d'euros au 31 décembre 2009).

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

	2010 EUR	2009 EUR
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	6 435 590 706	7 986 042 119
Facilité de dépôt	2 986 138 825	5 502 474 166
Reprises de liquidités	220 000 000	-
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Appels de marge reçus	-	-
	9 641 729 531	13 488 516 285

Cette rubrique comprend principalement les comptes en euros des établissements de crédit ouverts dans le cadre du système des réserves obligatoires, des facilités de dépôt ainsi que des reprises de liquidités.

13.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)

Il s'agit de comptes en euros 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 d'une facilité permanente permettant aux établissements de crédit d'effectuer des dépôts «over-night» auprès de la Banque, à un taux prédéterminé.

13.3 Reprises de liquidités

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.

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.

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 suivants :

	2010 EUR	2009 EUR
Comptes courants	631 043	10 509
Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor	207 194 215	193 917 563
Dépôts à terme	140 000 000	150 000 000
	347 825 258	343 928 072

Les comptes courants représentent un engagement de 631 043 euros envers le Trésor luxembourgeois.

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 mentionnée ci-dessus. Il s'agit d'un dépôt à terme renouvelable de mois en mois.

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 résidents de la zone euro

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

Note 17 - 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 18 - 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 246,6 millions, soit 285,4 millions d'euros au 31 décembre 2010 (DTS 246,6 millions, soit 268,5 millions d'euros au 31 décembre 2009).

Note 19 - Engagements envers l'eurosysteme

19.1 Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosysteme

Cette rubrique comprend les engagements nets vis-à-vis de l'Eurosysteme liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosysteme. La position nette est rémunérée au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.

Note 20 - Valeurs en cours de recouvrement

Cette rubrique comprend notamment les différences de caisse au 31 décembre.

Note 21 - Autres engagements

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

Au 31 décembre 2010, la contre-valeur des billets en Francs luxembourgeois restant en circulation s'élève à 5,2 millions d'euros (5,2 millions d'euros au 31 décembre 2009).

Note 22 - Provisions

Les provisions se présentent comme suit :

	2010 EUR	2009 EUR
Provision pour risques bancaires	405 906 211	342 314 711
Provision pour pensions	109 671 956	106 389 085
Autres provisions	50 000	50 000
	515 628 167	448 753 796

22.1 Provision pour risques bancaires

La provision pour risques bancaires s'analyse comme suit :

Provision pour risques bancaires spécifiques	2010 EUR	2009 EUR
Provision en couverture du risque de crédit et de marché	226 883 533	178 598 096
Fonds de sécurité pour risques à répartir dans l'Eurosysteme	4 987 379	9 064 058
Provision en couverture du risque opérationnel	20 480 000	16 040 000
Provision en couverture du risque de liquidité	15 433 443	15 287 989
Provision pour créances douteuses	97 827 633	83 030 345
	365 611 988	302 020 488
Provision pour risques bancaires généraux	2010 EUR	2009 EUR
Provision pour obligations résultant d'accords monétaires	32 341 954	32 341 954
Autre provision pour risques bancaires généraux	7 952 269	7 952 269
	40 294 223	40 294 223
	405 906 211	342 314 711

22.1.1 Provision en couverture du risque de crédit et de marché

La provision de 226,9 millions d'euros (178,6 millions d'euros au 31 décembre 2009) correspond à :

- 3,35% de la valeur de marché des titres existants au 31 décembre 2010 (2,5% au 31 décembre 2009) et des participations de la BCL autres que la participation dans la BCE ;
- 3,35% (2,1% au 31 décembre 2009) de l'encours des crédits accordés par l'ensemble de l'Eurosystème (opérations de refinancement principales et à long terme) dans le cadre de la politique monétaire à hauteur de la participation de la BCL dans l'Eurosystème, augmenté du total des titres détenus dans le cadre du programme pour les marchés de titres par l'Eurosystème (hors titres détenus par la BCE).

Selon les lignes directrices fixées par la Banque, l'objectif est d'atteindre un taux de 4% sur tous les postes à moyen terme.

22.1.2 Fonds de sécurité pour risques à répartir dans l'Eurosystème

Conformément à l'article 32.4 des Statuts, une provision pour faire face aux risques de contrepartie relatifs aux opérations de politique monétaire est partagée par l'ensemble des BCNs en proportion de leur taux de participation dans l'Eurosystème existant au moment où le défaut est constaté. En accord avec les principes comptables de prudence en vigueur, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a revu le calcul de cette provision et a décidé de réduire son montant de 4 011 000 000 euros au 31 décembre 2009 à 2 207 000 000 euros au 31 décembre 2010 afin de tenir compte de l'augmentation du prix des garanties reçues par l'Eurosystème ainsi que des paiements reçus des débiteurs.

Ainsi pour la BCL, cette provision passe de 9 064 058 euros au 31 décembre 2009 à 4 987 379 euros au 31 décembre 2010.

22.1.3 Provision en couverture du risque opérationnel

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

En 2010, la moyenne a été faite sur les exercices précédents en fonction des règles en vigueur.

22.1.4 Provision pour créances douteuses

Cette provision pour créances douteuses est constituée au 31 décembre 2010 pour intérêts non payés de contreparties à hauteur de 97,8 millions d'euros (83,0 millions d'euros d'intérêts non payés de contreparties au 31 décembre 2009).

22.1.5 Provision pour obligations résultant d'accords monétaires

La provision pour obligations résultant d'accords monétaires destinée à faire face à des engagements monétaires futurs n'a pas subi de variation en 2010.

22.1.6 Autre provision pour risques bancaires généraux

Cette provision, destinée à couvrir des risques non individualisés inhérents aux activités de banque centrale, n'a pas subi de variation en 2010.

22.2 Provision pour pensions

La provision pour pensions s'analyse comme suit :

	2010 EUR	2009 EUR
Provision pour pensions	108 130 338	104 847 467
Provision pour augmentation PBO	1 541 618	1 541 618
	109 671 956	106 389 085

22.2.1 Provision pour pensions

Les pensions des agents de la Banque centrale du Luxembourg sont intégralement à charge de la BCL. Sur base de la méthode actuarielle décrite en note 2.11, et en tenant compte des hypothèses de calcul actuellement retenues, l'engagement de la BCL vis-à-vis de ses agents s'élève à 108,1 millions d'euros au 31 décembre 2010 (104,8 millions d'euros au 31 décembre 2009).

La variation 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 versements de pensions aux pensionnés ;
- des transferts périodiques entre le compte « Réserve comptable du fonds de pension » et 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 « Provision pour pensions » au niveau de la valeur actuarielle.

22.2.2 Provision pour augmentation PBO

Cette provision est destinée à couvrir la charge engendrée par la variation de l'engagement de la Banque (« Projected Benefit Obligation » ou « PBO ») en fonction de nouveaux engagements ou du changement de la valeur actuelle des prestations probables compte tenu des paramètres individuels et de la méthode actuarielle retenue. Elle n'a pas varié au cours de l'exercice.

Note 23 - 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 24 - Capital et réserves

24.1 Capital

L'Etat luxembourgeois est l'unique détenteur du capital de la BCL qui est fixé à 175 millions d'euros (inchangé par rapport au 31 décembre 2009).

24.2 Réserves

Le montant des réserves s'élève à 7 millions d'euros (0,2 million d'euros au 31 décembre 2009). Ce montant a augmenté au cours de l'exercice de 6,8 millions d'euros suite à l'affectation du bénéfice de l'exercice 2009 suivant la décision du Conseil de la BCL, en application de la loi organique (article 31).

	Capital EUR	Réserves EUR
Solde au 1 ^{er} janvier 2010	175 000 000	171 398
Affectation du résultat de l'exercice clos le 31 décembre 2009 (art 31)	-	6 804 200
Solde au 31 décembre 2010	175 000 000	6 975 598

Note 25 - 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 2010, la valeur de marché des titres ainsi déposés en garantie auprès de la BCL s'élève à 210,2 milliards d'euros (222,8 milliards d'euros au 31 décembre 2009).

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. Les réserves sont évaluées au cours du marché.

Note 27 - Contrats à terme ferme

La BCL a pour politique de conclure des contrats à terme sur indices obligataires et indices boursiers. Ces instruments sont détenus en partie à des fins de couverture du risque sur taux d'intérêt relatif au portefeuille-titres et dans le but de moduler la durée du portefeuille-titres existant en fonction des conditions du marché.

Au 31 décembre 2010, la BCL a un engagement global lié à ces contrats à terme de 121,7 millions d'euros (127,1 millions d'euros au 31 décembre 2009). Afin de couvrir le dépôt de marge initial, un titre a été donné en garantie. Ce titre figure dans le bilan de la BCL pour une valeur de 10 millions d'euros au 31 décembre 2010, montant qui est identique à celui de 2009.

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 2010	Montants en euros EUR 2010	Total EUR 2010
FMI	978 950	-	978 950
Politique monétaire	-	98 408 869	98 408 869
Avoirs envers l'Eurosystème	-	654 827 812	654 827 812
Titres	2 974 410	146 313 241	149 287 651
Or	363 558	-	363 558
Autres	905 197	7 306 762	8 211 959
Total	5 222 115	906 856 684	912 078 799

Intérêts payés par type	Montants en devises EUR 2010	Montants en euros EUR 2010	Total EUR 2010
FMI	(833 497)	-	(833 497)
Comptes courants (y inclus comptes de réserves) et dépôts liés aux opérations de politique monétaire	-	(102 906 741)	(102 906 741)
Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	-	(625 029 889)	(625 029 889)
Autres engagements envers l'Eurosystème	-	(30 423)	(30 423)
Intérêts sur dépôts à terme	-	(357 847)	(357 847)
Autres engagements	(556 126)	(567 840)	(1 123 966)
Intérêts sur swap de change	(193 068)	-	(193 068)
Total	(1 582 691)	(728 892 740)	(730 475 431)

Intérêts reçus par type	Montants en devises EUR 2009	Montants en euros EUR 2009	Total EUR 2009
FMI	436 044	-	436 044
Politique monétaire	-	388 512 529	388 512 529
Avoirs envers l'Eurosystème	-	514 864 267	514 864 267
Titres	4 638 904	189 376 978	194 015 882
Or	341 504	-	341 504
Autres	47 128 321	19 539 524	66 667 845
Total	52 544 773	1 112 293 298	1 164 838 071

Intérêts payés par type	Montants en devises EUR 2009	Montants en euros EUR 2009	Total EUR 2009
FMI	(289 516)	-	(289 516)
Comptes courants (y inclus comptes de réserves) et dépôts liés aux opérations de politique monétaire	-	(171 296 339)	(171 296 339)
Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	-	(695 147 107)	(695 147 107)
Autres engagements envers l'Eurosystème	-	(125 371)	(125 371)
Intérêts sur dépôts à terme	-	(1 061 875)	(1 061 875)
Autres engagements	(694 085)	(587 115)	(1 281 200)
Intérêts sur swap de change	(46 094 847)	-	(46 094 847)
Total	(47 078 448)	(868 217 807)	(915 296 255)

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 2010, elles s'élèvent respectivement à 77,3 millions d'euros (62,5 millions d'euros au 31 décembre 2009) et à 4,7 millions d'euros (8,1 millions d'euros au 31 décembre 2009), soit un gain net de 72,6 millions d'euros (un gain net de 54,4 millions d'euros au 31 décembre 2009).

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

Cette rubrique comprend les moins-values d'évaluation sur les titres pour 110,6 millions d'euros et sur les futures pour 1,5 millions d'euros (moins-values d'évaluation sur les titres pour 20,9 millions d'euros pour l'exercice 2009).

Note 31 - Dotations/ reprises de provisions pour risques

Cette rubrique comprend les dotations et les reprises de provisions pour risques bancaires hormis la reprise à la provision pour risque à répartir dans l'Eurosystème (voir Note 34).

Note 32 - Résultat net sur commissions

Les commissions perçues et payées se présentent comme suit :

	Commissions perçues		Commissions payées	
	EUR		EUR	
	2010	2009	2010	2009
Titres	15 784 915	18 334 059	(15 871 717)	(17 696 294)
Autres	1 199 637	1 221 872	(79 240)	(68 803)
Total	16 984 552	19 555 931	(15 950 957)	(17 765 097)

Note 33 - Produits des participations

En 2010, la totalité des revenus de la BCE composée du revenu de seigneurage de la BCE ainsi que du revenu net de la BCE provenant du portefeuille détenu au titre du programme pour les marchés de titres, d'un montant total de 654 millions d'euros et de 438 millions d'euros respectivement, n'a pas été distribuée. Ces revenus ont été transférés dans la provision pour risques dans les comptes de la BCE.

Le poste de 3,7 millions d'euros correspond à la part attribuée à la BCL pour l'exercice 2009 payé en mars 2010.

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

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.

Toutes charges d'intérêts payés 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 titres détenus dans le cadre de la politique monétaire ;
- 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, alors que les obligations sécurisées détenues dans le cadre de la politique monétaire, selon la décision du Conseil des gouverneurs du 2 juillet 2009, génèrent un revenu déterminé au dernier taux marginal des opérations principales de refinancement.

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 au montant en question le taux marginal des opérations principales de refinancement.

Le revenu monétaire mis en commun par l'Eurosystème est réparti entre les BCNs de la zone euro conformément à la clé de répartition du capital souscrit (0,25032 % pour la BCL au 31 décembre 2010).

Cette rubrique inclut le revenu monétaire net alloué à la BCL au titre de 2010, soit une charge de 43 174 945 euros (une charge de 45 572 429 au 31 décembre 2009).

De plus, figure également dans cette rubrique au 31 décembre 2010, la reprise au fonds de sécurité pour risques à répartir dans l'Eurosystème pour un montant de 4 076 679 euros, tel que décrit à la note 22.1.2. (une reprise de 3 898 155 euros au 31 décembre 2009).

Note 35 - Autres revenus

Les autres revenus comprennent les revenus pour services rendus à des tiers, les reprises de provisions administratives, les revenus de location du bâtiment « Monterey », les revenus sur produits numismatiques ainsi que la récupération des frais incombant à la BCL dans le cadre du fonctionnement de l'EPCO (Eurosystem Procurement Co-ordination Office).

Cette rubrique comprend également le revenu qui incombe à la BCL en exécution de la convention relative aux relations financières entre l'Etat luxembourgeois et la BCL.

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 537 165 euros pour l'exercice 2010 (518 410 euros pour l'exercice 2009).

Au 31 décembre 2010, les effectifs de la BCL s'élèvent à 268 agents (247 au 31 décembre 2009). L'effectif moyen de la BCL pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2010 est de 256 agents (242 pour l'exercice 2009).

Note 37 - Autres frais généraux administratifs

Cette rubrique comprend tous les frais généraux et dépenses courantes, en ce compris les contrats de leasing, 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 78 439 euros pour l'exercice 2010 (79 037 euros pour 2009).

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 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

En 2010, cette rubrique comprend essentiellement les frais liés à la fabrication des pièces de monnaie et des frais de consultance (de même qu'en 2009).

Note 41 - Évènements postérieurs à la date de clôture du bilan

Au 1^{er} janvier 2011, consécutivement à l'entrée de l'Estonie dans le système, la clé de participation de la BCL dans l'Eurosystème est passée de 0,25032 % à 0,24968 %.

Les parts des BCNs ont été adaptées comme suit (arrondis) :

	Clé dans l'Eurosystème jusqu'au 31 décembre 2010	Clé dans l'Eurosystème à partir du 1 ^{er} janvier 2011
Belgique	3,47549	3,46660
Allemagne	27,13411	27,06469
Grèce	2,81539	2,80818
Espagne	11,89830	11,86786
France	20,37669	20,32457
Irlande	1,59145	1,58738
Italie	17,90562	17,85981
Luxembourg	0,25032	0,24968
Pays-Bas	5,71445	5,69983
Autriche	2,78214	2,77503
Portugal	2,50804	2,50163
Finlande	1,79664	1,79204
Chypre	0,19616	0,19565
Malte	0,09056	0,09032
Slovénie	0,47112	0,46991
République slovaque	0,99353	0,99099
Estonie	-	0,25582
Total	100,00000	100,00000



04

ANNEXES

4 ANNEXES

4.1 LISTE DES RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG PUBLIÉS EN 2010

2010/N°6 du 8 septembre 2010

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Oversight

Pour une liste complète des règlements publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

4.2 LISTE DES CIRCULAIRES DE LA BCL

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3 LISTE DES PUBLICATIONS DE LA BCL PUBLIÉES EN 2010

4.3.1 Bulletin de la BCL

- Bulletin BCL 2010/1, mars 2010
- Revue de stabilité financière, avril 2010
- Bulletin BCL 2010/2, septembre 2010
- Bulletin BCL 2010/3, décembre 2010

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3.2 Rapport annuel de la BCL

- Rapport Annuel 2009, juin 2010 ;
- Annual Report 2009, August 2010.

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3.3 Cahier d'études de la BCL

- Working Paper N° 49, December 2010
Monetary Policy Transmission and Macroeconomic Dynamics in Luxembourg: Results from a VAR Analysis, by Romuald Mohrs
- Working Paper N° 48, August 2010
Downward wage rigidity and automatic wage indexation: Evidence from monthly micro wage data, by Patrick Lünemann and Ladislav Wintř
- Working Paper N° 47, August 2010
Stress Testing: The Impact of Shocks on the Capital Needs of the Luxembourg Banking Sector, by Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 46, July 2010
The Misconception of the Option Value of Deposit Insurance and the Efficacy of Non-Risk-Based Capital Requirements in the Literature on Bank Capital Regulation, by Paolo Fegatelli
- Working Paper N° 45, June 2010
Market and Funding Liquidity Stress Testing of the Luxembourg Banking Sector, by Francisco Nadal De Simone and Franco Stragiotti
- Working Paper N° 44, March 2010
The Role of Collateral Requirements in the Crisis: One Tool for Two Objectives?, by Paolo Fegatelli

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

4.3.4 Brochures de la BCL

- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2011.

Pour une liste complète des brochures publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros

Pour une liste complète du matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros publié par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL

4.3.6.1 Publications de la BCL

- D. de la Croix, O. Pierrard and H. Sneessens "Ageing and Pensions in General Equilibrium: Labour Market Imperfections Matter" IZA WP 5276, IRES WP 2010-37, CREA DP 2010-09
- G. de Walque, O. Pierrard and A. Rouabah (2010), "Financial (in)stability, supervision and liquidity injections: a dynamic general approach", *The Economic Journal*. 120 (549):1234-1261
- P. Fegatelli (2010) "The misconception of the option value of deposit insurance and the efficacy of nonriskbased capital requirements in the literature on bank capital regulation" *Journal of Financial Stability*, 6(2):79-84
- P. Lünemann and T. Mathä. (2010). "Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data" *Managerial and Decision Economics*. 31(2-3):177-192

- P. Lünemann and T. Mathä. (2010). "Rigidities and inflation persistence of services and regulated prices" Managerial and Decision Economics. 31(2-3):193-208
- T. Mathä and O. Pierrard. (2011). "Search in the Product Market and the Real Business Cycle" forthcoming in Journal of Economic Dynamics and Control
- P. Lünemann and L. Wintr. «Price stickiness in the US and Europe revisited: Evidence from Internet prices» Oxford Bulletin of Economics and Statistics, forthcoming

4.3.6.2 Présentations externes

- EFFAS-European Bond Commission, Frankfurt, février 2010
- STATEC seminar on leading indicators for Luxembourg, février 2010
- Workshop « Basic income », Université du Luxembourg, avril 2010
- University of Luxembourg, séminaire recherche, mai 2010
- Working Group on General Economic Statistics, Madrid, mai 2010
- Eurosystem Seminar on Macro-Financial Risks & Vulnerabilities, Frankfurt, juin 2010
- DYNARE annual conference, juin 2010
- National Bank of Poland Workshop on Public Finances, juin 2010
- Polish National Bank Workshop on Public Finances, Krakow, juin 2010
- EcoMod International Conference on Policy Modelling, Bilgi University, juillet 2010
- PricewaterhouseCoopers round table « gestion des risques », septembre 2010
- CEPR conference, Budapest, septembre 2010
- CEPR conference, Izmir, octobre 2010
- University of Luxembourg, lunchseminar, octobre 2010
- BCL/ECB joint Conference on Household Finance and Consumption, Luxembourg, octobre 2010
- Working Group on Econometric Modelling, Frankfurt, novembre 2010
- Credit developments in Luxembourg before and during the crisis, Frankfurt, décembre 2010
- Colloque LU2020 sur l'économie de la connaissance, Luxembourg, décembre 2010
- Economist Club Luxembourg, avril 2010.

Commande :

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

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

4.4 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

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

Commande :

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

4.5 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

- 1 Statistiques de politique monétaire
 - 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
 - 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg
- 2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg
 - 2.2 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
 - 2.4 Eléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires
- 3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt
 - 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
 - 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
 - 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
 - 3.4 Rendements d'emprunts publics
 - 3.5 Indices boursiers
 - 3.6 Taux de change
- 4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg
 - 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
 - 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
 - 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange
- 5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise
 - 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
 - 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
 - 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
 - 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
 - 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises
 - 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises
- 7 Balance des paiements du Luxembourg
 - 7.1 Balance des paiements du Luxembourg: résumé
 - 7.2 Balance des paiements du Luxembourg: compte des transactions courantes
 - 7.3 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs
 - 7.4 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
 - 7.5 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
 - 7.6 Balance des paiements du Luxembourg: investissements de portefeuille - par type d'instruments
 - 7.7 Balance des paiements du Luxembourg: autres investissements - par secteur
- 8 Commerce extérieur
 - 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg
- 9 Position extérieure globale
 - 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg: résumé
 - 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements directs
 - 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements de portefeuille - par type d'instruments
 - 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg: autres investissements - par secteur

- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg: dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg: ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois
- 10 Avoirs de réserve
 - 10.1 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
 - 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg: modèle élargi du Fonds Monétaire International
- 11 Etablissements de crédit
 - 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
 - 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
 - 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
 - 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
 - 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
 - 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit par contrepartie et durée initiale
 - 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro, par type et durée initiale
 - 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit par devise
 - 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
 - 11.10 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contrepartie et durée initiale
 - 11.11 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par devise
 - 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit par contrepartie
 - 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit par type et contrepartie
- 12 Activité bancaire internationale
 - 12.1 Activité bancaire internationale: ventilation géographique
 - 12.2 Activité bancaire internationale: ventilation par devise
 - 12.3 Activité bancaire internationale: part du Luxembourg
- 13 Organismes de placement collectif
 - 13.1 Evolution du nombre des OPC
 - 13.2 Evolution de la situation globale des OPC
 - 13.3 Bilan agrégé des OPC monétaires
 - 13.4 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contrepartie et durée initiale
 - 13.5 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par devise
- 14 Professionnels du secteur financier
 - 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
 - 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
 - 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier
- 15 Sociétés de gestion
 - 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

4.6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg
AFN	Avoirs financiers nets
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg
BCE	Banque centrale européenne
BCL	Banque centrale du Luxembourg
BCN	banque(s) centrale(s) nationale(s)
BEI	Banque européenne d'investissement

BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
BIS	Bank for International Settlements
BRI	Banque des règlements internationaux
CAIL	Commission chargée d'étudier l'amélioration de l'infrastructure législative de la place financière de Luxembourg
CCBM	Correspondent central banking model
CEC	Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg
CPI	Consumer Price Index
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
DTS	Droits de tirage spéciaux
ECB	European Central Bank
ECG	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
EIB	European Investment Bank
EMI	European Monetary Institute (1994-1998)
EMS	European Monetary System
EMU	Economic and Monetary Union
ESCB	European System of Central Banks
EU	European Union
EUR	euro
EUROSTAT	Office statistique des Communautés européennes
FBCF	Formation brute de capital fixe
FCP	Fonds commun de placement
FMI	Fonds monétaire international
GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
GDP	Gross domestic product
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
IADB	Inter American Development Bank
IGF	Inspection générale des finances
IFM	Institution financière monétaire
IME	Institut monétaire européen (1994-1998)
IMF	International Monetary Fund
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
LIPS-Gross	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System
LIPS-Net	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System
MBCC	Modèle de banque centrale correspondante
MFI	Monetary Financial Institution
NCB	National central bank
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OLS	Ordinary least squares
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSF	Autres professionnels du secteur financier
RTGS system	Real-Time Gross Settlement system
Système RBTR	Système de règlement brut en temps réel
RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
SDR	Special Drawing Rights
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
TARGET system	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
Système Target	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
TCE	Traité instituant la Communauté européenne
UCI	Undertaking for Collective Investments
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
VNI	Valeur nette d'inventaire

4.7 GLOSSAIRE

Agrégats monétaires : sommes composées de **monnaie fiduciaire**, augmentée des encours de certains passifs 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**).

Analyse économique : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de mener une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen terme qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. A cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix, et les perspectives à court et moyen terme concernant leur propagation au sein de l'économie.

Analyse monétaire : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de conduire une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'évaluation des tendances à moyen et long terme de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longue période. Elle prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité.

Assiette des réserves : ensemble des éléments du bilan (en particulier les engagements) 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.

Balance des paiements : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde. Les transactions enregistrées sont celles concernant les biens, les services et les revenus, les mouvements de capitaux vis-à-vis du reste du monde et les transactions (telles que les remises de dettes) qui sont classées comme des transferts.

Banque centrale européenne (BCE) : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales** (SEBC) et de l'**Eurosystème**. Elle est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, soit par ses activités propres, conformément aux statuts du SEBC et de la BCE, soit par l'intermédiaire des banques centrales nationales. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Bilan consolidé des IFM : le bilan consolidé du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)** est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts entre IFM et dépôts des OPCVM monétaires auprès des IFM, par exemple). Il fait apparaître les actifs et les passifs du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Comité économique et financier (CEF) : organe communautaire consultatif participant à la préparation des travaux du **Conseil Ecofin** et de la Commission européenne. Ses missions comprennent l'examen de la situation économique et financière des Etats membres et de la Communauté ainsi que la surveillance budgétaire.

Comité européen du risque systémique (CERS) : organe indépendant de l'UE chargé de la surveillance macro-prudentielle du système financier au sein de l'UE. Il contribue à prévenir ou à réduire les risques systémiques que posent pour la **stabilité financière** les évolutions au sein du système financier, en tenant compte des évolutions macroéconomiques, de manière à éviter les périodes de perturbations financières généralisées.

Conseil ECOFIN : Conseil de l'UE se réunissant au niveau des ministres de l'Economie et des Finances.

Conseil général : troisième organe de la **Banque centrale européenne**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des banques centrales nationales des Etats de l'Union européenne.

Conseil des gouverneurs : organe de décision suprême de la **Banque centrale européenne** (BCE). Il se compose des membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres ayant adopté l'**euro**.

Contrepartie : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute transaction avec la banque centrale).

Contrepartie centrale : entité qui s'interpose entre les contreparties aux contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, devenant l'acheteur pour tout vendeur et le vendeur pour tout acheteur.

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, depuis l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne, par le Conseil européen, statuant à la majorité qualifiée, sur recommandation du Conseil de l'UE.

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.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

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 « ECU » employé dans le **Traité** à l'origine.

Eurogroupe : réunion informelle des ministres de l'Économie et des Finances des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Eurosystème : 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 24 heures 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 24 heures à un taux d'intérêt prédéterminé contre actifs éligibles.

Facilité européenne de stabilité financière (FESF) : société à responsabilité limitée mise en place par les États membres de la **zone euro**, sur une base intergouvernementale, afin de fournir des prêts aux pays de la zone euro connaissant des difficultés financières. Cette aide financière est assortie d'une stricte conditionnalité dans le cadre des programmes conjoints de l'UE et du FMI. Les prêts accordés dans le cadre de cette facilité sont financés par le biais d'émissions de **titres de créance**, garantis à hauteur de 440 milliards d'euros au total, au prorata des pays de la zone euro.

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**. Elles incluent 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 Etats 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 Etats membres disposant d'une dérogation rejoignent le mécanisme.

Mesures non conventionnelles (Non-standard measures) : mesures prises par la BCE afin de soutenir l'efficacité et la transmission à l'économie de la zone euro dans son ensemble de ses décisions en matière de taux d'intérêt, en raison des dysfonctionnements constatés sur certains compartiments des marchés financiers et, plus largement, au sein du système financier.

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 : ensemble des 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. Lors des turbulences sur les marchés financiers qui ont débuté en août 2007, des opérations supplémentaires, de fréquence variable, ont été menées, assorties d'échéances allant d'une période de constitution de réserves à un an.

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.

Pacte de stabilité et de croissance : le Pacte de stabilité et de croissance vise à maintenir une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire** afin de fournir une meilleure assise pour la stabilité des prix et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. A cette fin, il requiert des Etats membres la définition d'objectifs budgétaires à moyen terme. Il contient également les modalités pratiques de la procédure de déficit excessif. Le Pacte se compose d'une résolution du Conseil européen d'Amsterdam en date du 17 juin 1997 relative au Pacte de stabilité et de croissance et de deux règlements du Conseil, à savoir : (1) le règlement (CE) n°1466/97 du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, modifié par le règlement (CE) n°1055-2005 du 27 juin 2005 ; et (2) le règlement n°1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif, modifié par le règlement (CE) n°1056/2005 du 27 juin 2005. Le Pacte de stabilité et de croissance est modifié par le rapport du **Conseil Ecofin** intitulé *Améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance*, qui a été adopté par le Conseil européen de Bruxelles des 22 et 23 mars 2005. Il est complété également par un nouveau code de conduite, approuvé par le Conseil Ecofin du 11 octobre 2005, concernant des spécifications relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et des lignes directrices quant au contenu et à la présentation des programmes de stabilité et de convergence.

Réserves obligatoires : Les contreparties de l'Eurosystème ont l'obligation de détenir des réserves auprès de leur banque centrale. 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.

Risque de crédit : risque qu'une **contrepartie** ne règle intégralement son obligation ni à l'échéance, ni à aucun moment au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque en principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de liquidité du marché : risque que les opérations effectuées sur le marché des capitaux ne puissent être conclues ou seulement dans des conditions plus mauvaises que prévu en raison d'une profondeur insuffisante du marché ou de turbulences financières.

Risque de marché : risque de pertes au bilan ou au hors-bilan dues à des variations des cours du marché.

Risque de règlement : risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu, généralement en raison de l'incapacité d'une partie à faire face à une ou plusieurs obligations de règlement. Ce risque désigne en particulier le risque opérationnel, le **risque de crédit** et le risque de liquidité.

Risque systémique : risque que l'incapacité d'un intervenant à faire face à ses obligations dans un système empêche, à leur tour, les autres intervenants de remplir les leurs lorsqu'elles seront exigibles. Cette situation peut avoir des effets de contagion, et entraîner notamment d'importants problèmes de liquidité ou de crédit susceptibles de menacer la stabilité du système financier. Cette incapacité peut être liée à des problèmes d'ordre opérationnel ou financier.

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.

Stabilité financière : situation dans laquelle le système financier, qui recouvre les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de faire face aux chocs et à une correction brutale des déséquilibres financiers, réduisant ainsi la probabilité qu'apparaissent, dans le processus d'intermédiation financière, des perturbations suffisamment graves pour compromettre sérieusement l'allocation de l'épargne à des projets d'investissement rentables.

Système européen de banques centrales (SEBC) : système constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales (BCN) des 27 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 européen de comptes 1995 - 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).

Système européen de surveillance financière (SESF) : groupe d'institutions chargées d'assurer la surveillance du système financier de l'UE. Il comprend le **Comité européen du risque systémique**, les trois autorités européennes de surveillance, le Comité des autorités européennes de surveillance et les autorités nationales de surveillance des États membres de l'UE.

Système de règlement-livraison de titres : système permettant le transfert de titres avec ou sans paiement de ces derniers.

Système RBTR (système de règlement brut en temps réel) : système de règlement dans lequel traitement et règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu) (cf. **système TARGET**).

TARGET (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel ou *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) : **système de règlement brut en temps réel** pour les paiements en euros.

TARGET2 : nouvelle génération du système **TARGET** dans laquelle la structure technique actuellement décentralisée est remplacée par une plate-forme partagée unique offrant un service harmonisé assorti d'une structure tarifaire unique.

TARGET2-Securities : plate-forme technique unique de l'Eurosystème permettant aux **dépositaires centraux de titres** et aux BCN d'offrir un tronc commun de services transfrontaliers et neutres de règlement de titres en monnaie banque centrale en Europe.

Taux de change effectif (TCE) de l'euro (nominal/réel) : moyenne pondérée des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises d'importants 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-21 (qui inclut les onze Etats 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-41 (qui comprend le groupe de TCE-21 et vingt 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 directeurs de la BCE : taux d'intérêt fixés par le **Conseil des gouverneurs** qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne**. Il s'agit du taux d'intérêt appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.

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**.

Titrisation : processus consistant à regrouper des actifs financiers comme des crédits hypothécaires sur l'immobilier résidentiel, puis à les céder à un véhicule *ad hoc*, le SPV (*special-purpose vehicle*), qui émet des titres à revenu fixe pour les vendre à des investisseurs. Le principal et les intérêts dépendront des flux de trésorerie générés par le lot (pool) de créances sous-jacentes.

Traité de Lisbonne : modifie les deux traités fondateurs de l'Union européenne : le traité sur l'Union européenne et le traité instituant la Communauté européenne. Ce dernier a été renommé Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Le Traité de Lisbonne a été signé à Lisbonne le 13 décembre 2007 et est entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009.

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

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

Zone euro : zone englobant les États membres de l'Union européenne qui ont adopté l'euro en tant que monnaie unique conformément au **Traité**, et dans lesquels une politique monétaire unique est mise en œuvre sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**. La zone euro comprend actuellement 17 pays : la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande.

© Banque centrale du Luxembourg, 2011
Achévé de rédiger début juin 2011.

La reproduction du rapport annuel est autorisée à condition d'en citer la source.

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

Mise en pages: Victor Buck Services
Impression: Imprimerie Watgen
Photos: BCL
Romain Scholer, BCL



2, boulevard Royal – L-2983 Luxembourg – Tél.: +352 4774-1 – Fax: +352 4774-4910 – sg@bcl.lu – www.bcl.lu