

Table des matières

	Mot du Président	09
1.	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	
1.1	La situation économique au niveau international	11
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	11
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	14
1.1.3	Les marchés boursiers	16
1.1.4	Les taux de change de l'euro	18
1.1.5	Les prix à la consommation	20
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	22
1.1.7	Le commerce extérieur	26
1.1.8	La balance des paiements	27
1.2	La situation économique au Luxembourg	28
1.2.1	Les prix et les coûts	28
	1.2.1.1 Les prix à la consommation	28
	1.2.1.2 Les prix à la production industrielle	41
	1.2.1.3 Les prix à la construction	42
1.2.2	Les activités sectorielles	43
	1.2.2.1 Industrie	43
	1.2.2.2 Construction	45
	1.2.2.3 Commerce et autres secteurs	45
1.2.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	46
1.2.4	La croissance économique	48
1.2.5	Le secteur financier	54
	1.2.5.1 Le bilan des établissements de crédit	54
	1.2.5.2 Les taux d'intérêt des banques	60
	1.2.5.3 L'emploi dans les banques	64
	1.2.5.4 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois	66
	1.2.5.5 Les organismes de placement collectif	68
	1.2.5.6 Les OPC monétaires	70
	1.2.5.7 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	70
1.2.6	L'activité boursière au Luxembourg	72
1.2.7	Le marché du travail	75
	1.2.7.1 L'emploi	75
	1.2.7.2 Le chômage	77
	1.2.7.3 Les coûts salariaux	78
1.2.8	Le commerce extérieur	84
1.2.9	La balance des paiements	89
	1.2.9.1 Compte courant	89

	1.2.9.2	Compte financier	89
1.2.10		Les projections macro-économiques	98
1.2.11		Les finances publiques	103
	1.2.11.1	Situation budgétaire : vue d'ensemble	103
	1.2.11.2	Les recettes	104
	1.2.11.3	Les dépenses	106
	1.2.11.4	Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale	108
2.		LES OPÉRATIONS DE LA BCL	
2.1		Les opérations de politique monétaire	113
2.1.1		Les opérations d'open market	113
	2.1.1.1	Les opérations principales de refinancement (OPR) en 2007	113
	2.1.1.2	Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) en 2007	115
	2.1.1.3	Opérations de réglage fin en 2007	117
2.1.2		Facilités permanentes	117
2.1.3		Réserves obligatoires	117
2.2		La gestion des réserves de change par la BCL	118
2.3		La gestion des avoirs de la BCL	119
2.3.1		Structure institutionnelle	119
2.3.2		Contrôle des risques	119
2.3.3		Cadre conceptuel	119
2.3.4		Structure des portefeuilles	120
2.4		Les billets de banque et la circulation des signes monétaires	121
2.4.1		L'évolution de la circulation des signes monétaires	122
	2.4.1.1	Les signes monétaires en euros	122
	2.4.1.2	Les signes monétaires en francs luxembourgeois	123
2.4.2		La gestion des signes monétaires	124
2.4.3		Les émissions numismatiques	124
2.5		Les développements dans le domaine statistique	125
2.5.1		Les statistiques bancaires et monétaires	125
2.5.2		Les statistiques extérieures	125
2.5.3		Les statistiques économiques et financières	125
2.5.4		Les autres statistiques	126
2.6		Les systèmes de paiement et de règlement-titres	126
2.6.1		Le système de règlement brut en temps réel	126
	2.6.1.1	L'activité de LIPS-Gross au cours de l'année 2007	126
	2.6.1.2	La migration vers TARGET2-LU	131
2.6.2		Le système de compensation interbancaire servant le marché luxembourgeois	131
2.6.3		Le cadre général des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème	132

2.6.3.1	La liste des actifs éligibles	132
2.6.3.2	L'utilisation des systèmes de règlement de titres	133
2.6.4	Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)	134
2.6.5	La future gestion des garanties par l'Eurosystème	135
2.6.6	Le Night Time Link avec Clearstream	135
2.7	La stabilité financière	135
2.7.1	La surveillance macro-prudentielle	135
2.7.2	La surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres	136
3.	LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES	
3.1	L'activité au niveau du Fonds monétaire international (FMI) et d'autres organisations internationales	139
3.2	L'activité au niveau européen	139
3.2.1	Les activités au niveau de la BCE	139
3.2.2	Le Traité de Lisbonne et l'élargissement de la zone euro	139
3.2.3	Le Comité économique et financier (CEF)	139
3.2.4	Le comité des Statistiques monétaires, financières et de balance des paiements	140
3.3	L'activité au niveau national	141
3.3.1	L'actualité législative	141
3.3.1.1	Révision de la loi organique de la BCL	141
3.3.1.2	Taux de l'intérêt légal	143
3.3.2	Les comités externes	143
3.3.2.1	Le Comité de conjoncture	143
3.3.2.2	La Commission de l'indice des prix à la consommation	143
3.3.2.3	Le Comité comptabilité bancaire	144
3.3.2.4	Le Conseil supérieur de la statistique	144
3.3.2.5	XRBL Luxembourg	144
3.3.3.	Les Comités BCL	144
3.3.3.1	Le Comité Statistique	144
3.3.3.2	La Commission consultative statistiques monétaires et financières (CCSMF)	144
3.3.3.3	La Commission consultative balance des paiements (CCBDP)	145
3.3.3.4	Les autres comités BCL	145
3.3.4	Les actions de formation de la BCL	145
3.3.5	Les manifestations extérieures	145
3.3.5.1	Conférences et réunions internationales	145
3.3.5.2	Relations bilatérales	146
3.3.5.3	Relations avec le Parlement	148
3.4	La Communication de la BCL	148
3.4.1	Les rapports annuels	148

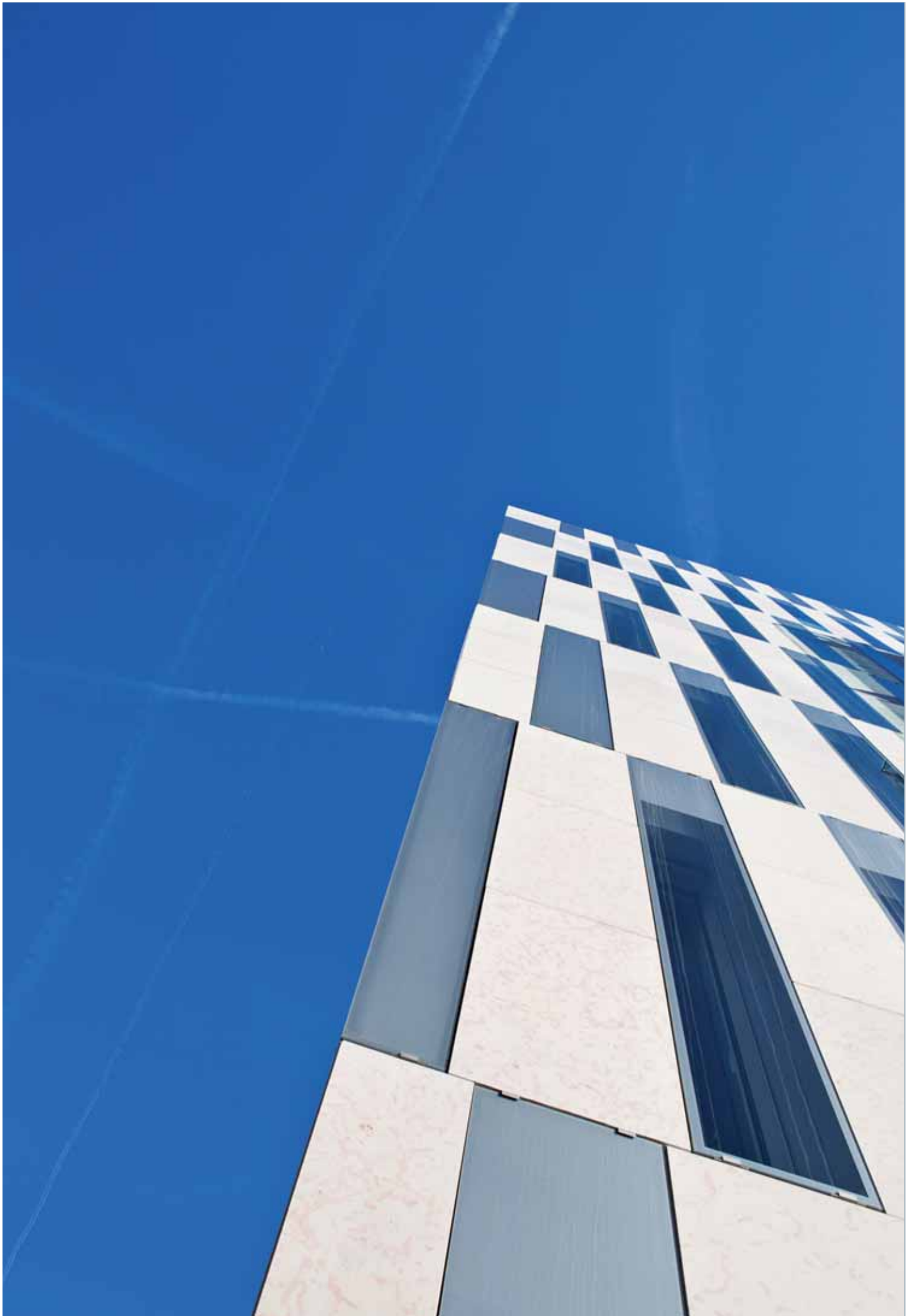
3.4.2	Les bulletins périodiques	148
3.4.3	Les cahiers d'études	149
3.4.4	Le site internet de la BCL	149
3.4.5	La bibliothèque	149
3.4.6.	Relations avec la presse	149

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.1	Les organes de la BCL	151
4.1.1	Le Conseil	151
4.1.2	La Direction	151
4.2	Gouvernement d'entreprise	153
4.2.1	La réorganisation de la BCL en 2007	153
4.2.2	Le contrôle interne	153
4.2.3	Le contrôle externe	154
4.2.4	Le code de Déontologie	154
4.2.5	L'Eurosystem Procurement Co-ordination Office (EPCO)	155
4.3	Le personnel de la BCL	155
4.3.1	L'évolution des effectifs	155
4.3.2	La gestion des ressources humaines	157
4.3.3	La formation du personnel	157
4.3.4	Le Fonds de pension de la BCL	158
4.3.5	Contentieux	158
4.4	Les immeubles et l'intendance	159
4.5	Les finances internes	160
4.6	Le budget	161
4.7	Les activités d'Audit interne	161
4.8	Les comptes financiers au 31 décembre 2007	162
4.8.1	Les chiffres-clés à la clôture du bilan	162
4.8.2	Le rapport du Réviseur aux comptes	163
4.8.3	Le bilan au 31 décembre 2007	164
4.8.4	Le hors-bilan au 31 décembre 2007	166
4.8.5	Les comptes de profit et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2007	166
4.8.6	L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2007	167

5 Annexes

5.1	Liste des circulaires de la BCL publiées en 2007	185
5.2	Publications de la BCL	185
5.3	Statistiques économiques et financières de la BCL	187
5.4	Liste des abréviations	188
5.5	Glossaire	190



Mot du Président

Le maintien de la stabilité des prix constitue la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à une croissance durable, à la création d'emplois, à la prospérité et à la cohésion sociale. Ce constat fait aujourd'hui partie de l'acquis du savoir non contesté en matière économique.

Au sein d'un environnement inflationniste, il devient plus difficile de distinguer les changements des prix relatifs (qui entraînent une modification de l'allocation des ressources) de ceux du niveau général des prix (qui ne la provoquent pas), ce qui se traduit par une mauvaise affectation des ressources, une dégradation de la productivité des facteurs de production et une détérioration des performances macroéconomiques globales.

L'inflation a également une incidence négative sur l'accumulation de capital et, par conséquent, sur le potentiel productif à long terme de l'économie en raison de la non-indexation du système fiscal. L'absence d'indexation des dotations aux amortissements entraîne une distorsion systématique des décisions d'investissement des entreprises, la hausse de l'inflation augmentant artificiellement, toutes choses égales par ailleurs, l'investissement dans les biens d'équipement de durée de vie courte et les stocks au détriment des biens d'équipement de durée de vie longue. Une prime de risque d'inflation s'ajoute aux taux d'intérêt nominaux sans risque, l'incertitude quant à la hausse des prix entraîne une fixation des taux réels à un niveau plus élevé qu'il ne le serait dans d'autres circonstances. On peut s'attendre à ce qu'une hausse permanente de 100 points de base de l'inflation soit associée à une baisse de 10 à 30 points de base de la croissance tendancielle de la production.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a souligné que le maintien de la stabilité des prix à moyen terme constitue l'objectif principal de l'Eurosystème. L'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes est la priorité absolue. Le Conseil des gouverneurs reste fermement déterminé à empêcher l'apparition d'effets de second tour et la matérialisation des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme.

Les écarts d'inflation cumulés du Luxembourg sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 à la fin 2007, ont atteint 2,5 et 6,5 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et la moyenne des pays limitrophes. A noter dans ce contexte que l'Eurosystème est responsable pour maintenir la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble, sans pouvoir tenir compte des écarts d'inflation qui pourraient exister entre Etats membres. L'Eurosystème ne dispose, d'ailleurs, d'aucun instrument pouvant réduire les différentiels éventuels. Il appartient, par conséquent, aux États membres dont l'évolution des prix s'écarte significativement de la moyenne de la zone euro ou de leurs plus importants partenaires commerciaux, d'identifier les raisons de ces différentiels d'inflation excessifs et de prendre des mesures adéquates. Cette analyse est particulièrement pertinente pour une petite économie ouverte comme le Luxembourg, en raison du fait que tout écart d'inflation défavorable implique en général une appréciation réelle et, donc, une perte de compétitivité. Les différentiels peuvent s'expliquer par des relèvements des impôts indirects et des tarifs publics, par des développements salariaux non alignés sur les pays partenaires, par des évolutions défavorables de la productivité ainsi que par des inefficiences structurelles enracinées. Ces problèmes sont à résoudre au plan national.

Selon les projections de la BCL, les taux d'inflation au Luxembourg de l'IPCN et de l'IPCH s'accéléraient pour atteindre, en moyenne annuelle, respectivement 3,6% et 4,5% en 2008. Ces développements défavorables résultent d'une contribution très élevée des prix de l'énergie. Mais, cet effet serait amplifié, malgré le ralentissement économique, d'une accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie. Une inflation élevée des prix des services conjuguée aux effets dérivés de la hausse des prix alimentaires en seraient les principaux facteurs explicatifs. A moyen terme, l'inflation de l'IPCN ne baisserait guère en-dessous de 2%. La forte progression des salaires en 2010, en cas de rétablissement indifférencié du mécanisme d'indexation des salaires, provoquerait une forte accélération des prix des services et donc de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, un exemple de l'effet d'auto-allumage du système d'indexation.

Les travaux de la BCL inclus dans le présent rapport annuel montrent que l'accord de la Tripartite de mai 2006 ayant trait à la modulation de l'indexation automatique des salaires a vraisemblablement contribué à temporiser l'effet de l'auto-allumage sur l'inflation globale. D'ailleurs, l'existence d'un lien entre les tranches indiciaires et l'augmentation de l'IPCN a été établie statistiquement.

La première estimation des comptes nationaux annuels pour les trois années passées par le STATEC, devenue disponible à la mi-mai, dresse l'image d'une nette décélération de la croissance du PIB en volume. Après des redressements statistiques successifs, les derniers chiffres de la croissance du PIB pour 2005, 2006 et 2007 sont annoncés à 5,0%, 6,1% et 4,5%. Ce recul de la croissance économique est essentiellement lié à une évolution moins dynamique des exportations de biens et services.

Sur ces bases statistiques, la BCL estime que le ralentissement serait plus prononcé dans le contexte de l'aggravation des turbulences affectant les marchés financiers en début d'année 2008 et par ricochet les résultats du secteur financier luxembourgeois. Les projections de croissance pour l'année 2008 s'établissent désormais dans une fourchette allant de 2,9% à 3,5%, soit un rythme nettement en-dessous de la moyenne historique. Sur base du scénario international, la croissance au Luxembourg pourrait rebondir en 2009 pour s'inscrire dans une fourchette comprise entre 3,5% et 4,5%. Les taux de croissance relativement élevés du Luxembourg sont cependant à voir en relation avec un afflux de main d'œuvre à un rythme encore plus prononcé, de sorte qu'en comparaison internationale la performance du Luxembourg en matière de productivité n'est pas exceptionnelle.

Depuis 1996, les coûts salariaux unitaires ont progressé plus rapidement au Luxembourg que dans les pays limitrophes. Cette progression est attribuable à une croissance du salaire par tête plus rapide et une augmentation de la productivité du travail plus faible que celle dans les trois pays voisins. La faible progression de la productivité du travail pourrait s'expliquer par la contribution de la productivité totale des facteurs qui a été faible en comparaison internationale et même négative dans les années les plus récentes. D'autre part, la contribution du rapport capital-emploi a été plus importante que dans les pays voisins. Ceci semble indiquer que le Luxembourg dépend d'une accumulation du capital bien plus rapide que celle de la croissance de l'emploi. Sous cette configuration, la productivité du travail au Luxembourg paraît vulnérable à une réduction de l'attractivité du Luxembourg pour les investissements étrangers.



Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL continuent à afficher une détérioration, même quand ils sont prolongés jusqu'en 2010 en utilisant les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosystème. Cependant, comme observé dans le rapport annuel BCL 2006, la détérioration des différents indicateurs compétitivité-prix et compétitivité-coûts a été accompagnée au passé par une croissance robuste des exportations luxembourgeoises. Cependant, le Luxembourg reste particulièrement vulnérable à un ralentissement, voire une baisse, du commerce international, tel que projeté par les principales organisations internationales. Les valeurs élevées des élasticités des exportations luxembourgeoises face à la demande étrangère indiquent qu'un tel développement défavorable au niveau mondial pourrait avoir un impact magnifié au Luxembourg.

Selon les développements exposés lors de la présentation du Rapport de Stabilité Financière, les conséquences des turbulences financières sur l'économie et les finances publiques risquent d'être plus négatives que prévues à l'aune des résultats annoncés pour 2007, notamment au regard d'une grande diversité méthodologique dans l'appréhension de la dépréciation des prix d'actifs. Les perturbations début 2008 constituent un très grand facteur d'incertitude pour les finances publiques. L'administration centrale afficherait de nouveau un déficit en 2008. Pour 2009, une détérioration du surplus des administrations publiques par rapport à 2008 se dessine également.

Dans ce contexte la BCL, ainsi que d'autres institutions internationales et plus particulièrement la Commission européenne, ont mis en exergue à plusieurs reprises l'urgence de réforme afin d'assurer la soutenabilité à long terme de nos régimes d'assurance vieillesse. En effet, dans son évaluation de la 9ème actualisation de Programme de Stabilité du Luxembourg, la Commission européenne indique que l'impact estimé du vieillissement induirait une hausse spectaculaire du ratio d'endettement des administrations publiques. Le ratio de la dette publique au PIB dépasserait le seuil de 60% vers le milieu des années 2030.

Ceci constitue le dixième rapport annuel présenté par la Banque centrale créée le 1er juin 1998.

L'objectif initial d'assurer l'ancrage de cette institution au niveau du Système européen de banques centrales et dans l'environnement institutionnel national par le biais d'un niveau de professionnalisme élevé a été poursuivi avec détermination.

La Banque, malgré sa faible capitalisation de départ, a résisté aux chocs financiers internationaux.

Son positionnement et sa gestion ont été validés par les résultats.

Au niveau du SEBC, l'établissement d'un « Eurosystem Procurement Coordination Office » nous a été confié. Au niveau national, l'implication de la Banque dans la coopération en matière de stabilité financière devrait être sanctionnée par le législateur.

Ces reconnaissances reflètent la qualité et la motivation d'un personnel qui adhère aux valeurs déclarées et constituent un encouragement de continuer dans la voie choisie de donner le meilleur de nous-mêmes au service de notre pays au sein de notre Europe.

Yves Mersch