RAPPORT ANNUEL 2007

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

© Banque centrale du Luxembourg, 2008
Achevé de rédiger début juin 2008.

Les photocopies à usage éducatif et non-commerical sont autorisées
à condition que la source soit citée.

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

Table des matières

Mot du Président **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'accéléreraient 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

1. La situation économique et financière

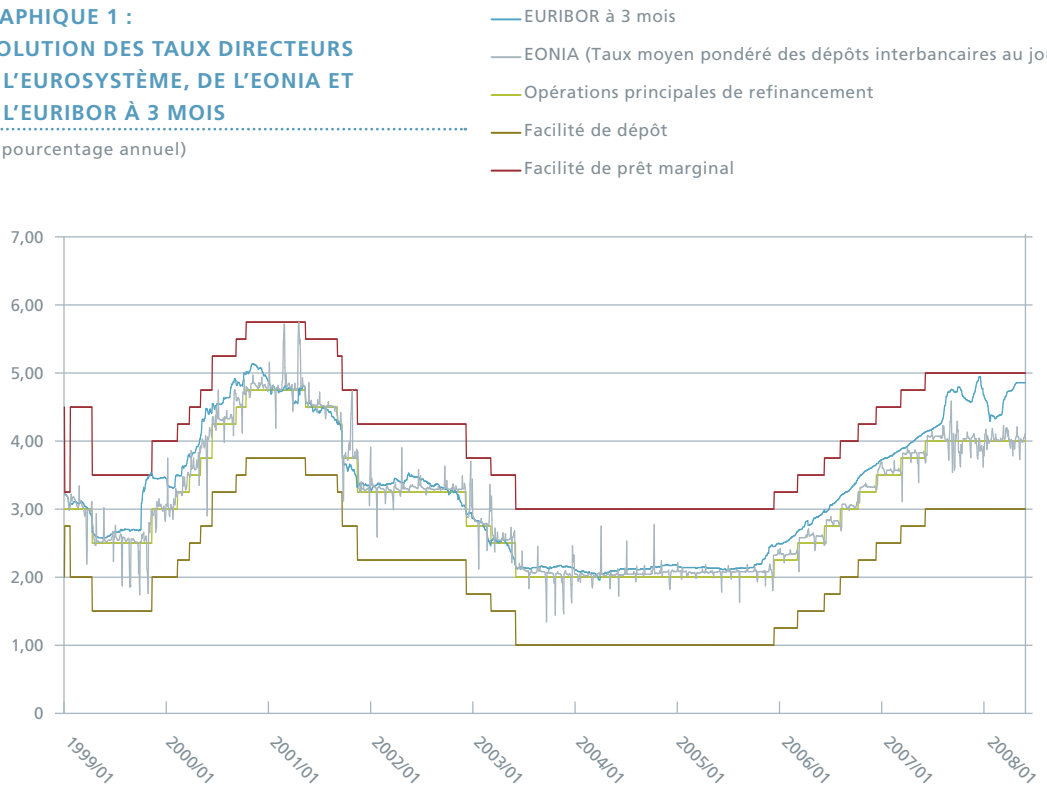
1.1 La situation économique au niveau international

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

Tout au long de la période sous revue, le Conseil des gouverneurs de la BCE a fait face aux risques pesant sur la stabilité des prix, conduisant la politique monétaire de l'Eurosystème dans un contexte de croissance économique robuste, d'expansion dynamique de la monnaie et du crédit, et d'incertitudes accrues résultant de la difficulté de déterminer l'impact potentiel des turbulences financières apparues au mois d'août 2007.

Le Conseil des gouverneurs a relevé le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 50 points de base au total en mars et en juin 2007, le portant à 4,00%. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés, respectivement, à 3,00% et 5,00%. Après le déclenchement des turbulences de marché en août, la politique monétaire de l'Eurosystème a été conduite dans un climat d'incertitude accrue, notamment pour ce qui est des perspectives d'évolution de l'activité économique. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'il serait nécessaire de collecter des données additionnelles et d'analyser davantage les informations disponibles pour en tirer des conclusions pour la politique monétaire ; par conséquent, les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés depuis le second semestre 2007. Les tensions financières se sont également traduites sur le taux moyen pondéré des dépôts interbancaires au jour le jour (EONIA) qui fut assujetti à des fluctuations considérables, alors que l'EURIBOR à trois mois s'est fortement accru malgré les mesures en matière de liquidité prises par l'Eurosystème.

GRAPHIQUE 1 :
EVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS DE L'EUROSYSTÈME, DE L'EONIA ET DE L'EURIBOR À 3 MOIS
(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Bloomberg

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est élevée à 2,1% en 2007, après 2,2% en 2006. Ce taux est légèrement supérieur au taux compatible avec la stabilité des prix, définie par le Conseil des gouverneurs comme une progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro inférieure à, mais proche de, 2% à moyen terme. Les informations disponibles au deuxième trimestre 2007 indiquaient d'ailleurs que la progression annuelle de l'IPCH allait augmenter considérablement vers la fin de l'année. En effet, si en début de période l'inflation annuelle fut conforme à la définition de la stabilité des prix, elle dépassa largement les 2% à partir du quatrième trimestre 2007 suite à une hausse considérable des prix du pétrole et des produits alimentaires, ainsi qu'à des effets de base adverses découlant du recul des prix pétroliers au dernier trimestre 2006. En décembre 2007 et en mars 2008, les fourchettes des prévisions d'évolution de l'IPCH établies par l'Eurosystème avaient été fortement révisées à la hausse pour 2008. En effet, les taux d'inflation annuelle dans la zone euro se sont inscrits entre 3,2% et 3,6% lors des quatre premiers mois de l'année en cours ; d'après l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH s'est établie à 3,6% en mai. Selon les projections du mois de juin, la progression annuelle de l'IPCH devrait se situer entre 3,2% et 3,6% en 2008, et entre 1,8% et 3,0% en 2009 ; par rapport aux projections de mars, les fourchettes des prévisions d'inflation ont donc été considérablement revues à la hausse, notamment en raison de la hausse des prix pétroliers et des produits alimentaires, ainsi que de l'augmentation des tensions inflationnistes dans le secteur des services. Plusieurs risques à la hausse subsistent et ont d'ailleurs encore augmenté récemment. Ces risques recouvrent notamment la possibilité de nouveaux renchérissements de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que de relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte plus importants que prévu jusqu'à présent. Un possible renforcement des tensions inflationnistes découlant du processus de fixation des prix et des salaires suscite également de vives préoccupations. La capacité des entreprises d'imposer leurs prix de vente, notamment dans les compartiments du marché où la concurrence est faible (comme certains sous-secteurs des services), pourrait être plus forte qu'envisagé actuellement. Par ailleurs, les hausses de salaires pourraient se révéler plus importantes qu'attendu, compte tenu du taux élevé d'utilisation des capacités, de la situation tendue sur le marché du travail et du risque d'effets de second tour. Le Conseil suit avec une attention particulière les négociations salariales et le processus de fixation des prix dans la zone euro.

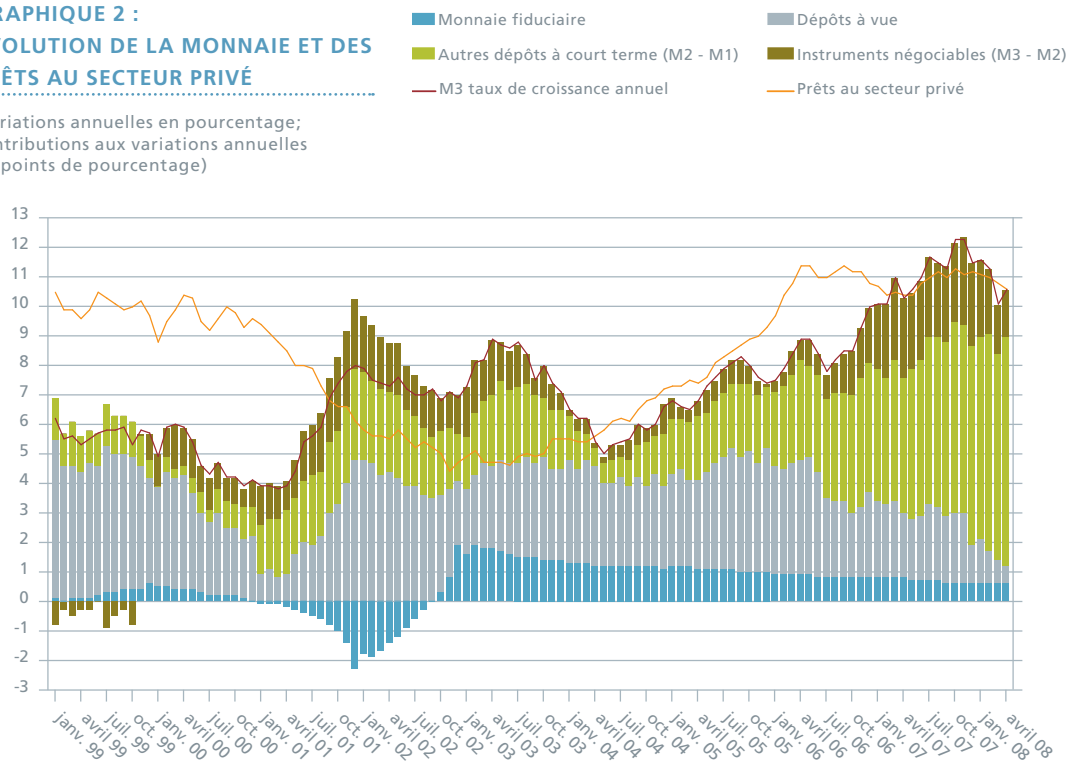
Il est indispensable de garantir un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

Suite aux turbulences qui ont éclaté sur les marchés financiers en août 2007, les perspectives économiques dans la zone euro ont été entourées d'un degré d'incertitude accru, justifiant ainsi un suivi attentif de l'ensemble des évolutions. La croissance économique dans la zone euro demeura toutefois robuste en 2007 ; le PIB en volume de la zone euro a progressé de 2,6% en glissement annuel, soutenu par les exportations mais surtout par une demande intérieure vigoureuse. Tout au long de l'année passée, les projections de l'Eurosystème tablaient d'ailleurs sur une croissance économique soutenue. Plus récemment, la progression annuelle du PIB en volume s'est établie à 2,2% au premier trimestre 2008. Les projections macroéconomiques de juin 2008 établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 1,5% et 2,1% en 2008, et entre 1,0% et 2,0% en 2009. La fourchette prévue actuellement pour la croissance du PIB en volume en 2008 se situe dans la partie supérieure de celle publiée en mars 2008, essentiellement en raison du résultat meilleur que prévu enregistré au premier trimestre ; suite à la hausse des prix des matières premières observée récemment, la fourchette a été légèrement révisée à la baisse pour 2009. Ces projections présupposent cependant que les turbulences observées sur les marchés financiers n'exercent pas une incidence plus négative que prévue sur l'économie réelle. Par ailleurs, des risques à la baisse supplémentaires découlent de nouvelles hausses potentielles des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

L'expansion des agrégats monétaires et du crédit demeura également forte en 2007: l'agrégat large (M3) a progressé de 11,1% en moyenne, alors que le taux de croissance annuelle moyen des prêts au secteur privé s'est établi à 10,8%. La croissance soutenue de la monnaie et du crédit s'inscrit dans le cadre de la tendance haussière observable depuis la mi-2004 et

GRAPHIQUE 2 :
EVOLUTION DE LA MONNAIE ET DES PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ

(variations annuelles en pourcentage; contributions aux variations annuelles en points de pourcentage)



Source : BCE

mi-2003 respectivement. A noter que la progression dynamique de M3 surestime sans doute toujours la tendance d'expansion monétaire sous-jacente dû à l'effet stimulant d'une courbe des rendements relativement aplatie qui implique une certaine réallocation de l'épargne du fait que les dépôts et titres à court terme inclus dans M3 sont plus attrayants que les dépôts et les titres à plus long terme (et donc plus risqués) non inclus dans l'agrégat large.

A ce stade, les turbulences financières n'ont guère eu d'incidence sur l'évolution de l'agrégat large, bien que quelques sous-composantes aient été affectées.

Le graphique montre que la modération de la contribution de l'agrégat étroit M1 (composé de « monnaie fiduciaire » et « dépôts à vue ») s'est poursuivie suite à l'effet restrictif des hausses des taux d'intérêt depuis fin-2005. Si la hausse des taux a entrainé une augmentation des coûts d'opportunité associés à la détention des actifs les plus liquides, la robustesse continue de l'activité économique au sein de la zone euro a exercé un effet opposé en soutenant la demande d'actifs inclus dans M1 à des fins de transaction. Le taux de croissance annuelle de M1 est passé de 7,6% en décembre 2006 à 2,5% en avril 2008.

La forte progression des autres dépôts à court terme (M2-M1) s'est poursuivie et le taux de croissance relatif à ces dépôts s'est inscrit à 20,2% en avril 2008, par rapport à 11,7% fin-2006. L'impact de la croissance dynamique de ces dépôts sur l'agrégat large est donc d'autant plus considérable, comme souligné par le graphique qui montre bien à quel point M2-M1 a fait monter la croissance de l'agrégat large. Quant aux sous-composantes de M2-M1, c'est-à-dire les dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, ce sont surtout ces premiers qui sont responsables pour la forte expansion de l'agrégat. En effet, les dépôts à préavis se sont repliés en 2007 et début 2008, alors que la croissance annuelle des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans n'a cessé d'atteindre de nouveaux sommets tout au long de la période sous revue pour s'établir aux environs de 42% en avril de cette année. Ces évolutions respectives sont attribuables à un écart de rendement croissant.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Alors que M2-M1 fut le moteur principal de la dynamique de croissance de M3, la contribution des instruments négociables M3-M2 au taux de croissance de M3 s'est également renforcée au cours de l'année passée avant de s'inscrire en baisse à partir de novembre 2007. La croissance annuelle des instruments négociables fut proche de 20% fin-2007, comparée à 13,3% en décembre 2006 ; la progression annuelle de M3-M2 s'est toutefois ralentie considérablement depuis fin 2007, pour s'inscrire à 11,2% en avril. Entre janvier et juillet 2007, le taux de croissance annuelle des titres d'OPCVM monétaires s'est constamment accru ; néanmoins, les OPCVM ont subi des sorties nettes en août, septembre et décembre 2007, ainsi qu'en mars et en avril 2008. Ces sorties nettes découlent du fait que certains OPC monétaires, à la recherche de rendements accrus, s'étaient exposés au marché du crédit structuré ; suite aux turbulences financières, l'aversion au risque qui en découlait a affecté les investissements en titres d'OPCVM. Le corollaire de ces développements fut une progression considérable des titres de créance à court terme, également inclus dans M3-M2. En effet, fin-2007 le taux de croissance annuelle de ces titres a atteint son sommet historique, s'établissant à près de 60%.

En ce qui concerne les contreparties de M3, on constate que les prêts au secteur privé ont repris vigueur en 2007 tout en se stabilisant aux environs de 11% depuis la mi-2007 ; leur progression annuelle s'est établie à 10,6% en avril 2008. Les prêts aux sociétés non-financières ont augmenté tout au long de la période sous revue et leur progression annuelle a atteint un sommet historique à 15,0% en mars de cette année ; en avril, leur taux de croissance annuelle s'est inscrit à 14,9%. La croissance annuelle des prêts aux ménages a continué sur sa trajectoire baissière entamée en 2006, tant du côté des prêts immobiliers que du côté des prêts à la consommation.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE suit très attentivement l'ensemble des évolutions et estime qu'il convient de faire preuve d'une vigilance accrue. Il agira de manière résolue et en temps opportun pour empêcher les effets de second tour et éviter que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent. Le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à garantir un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

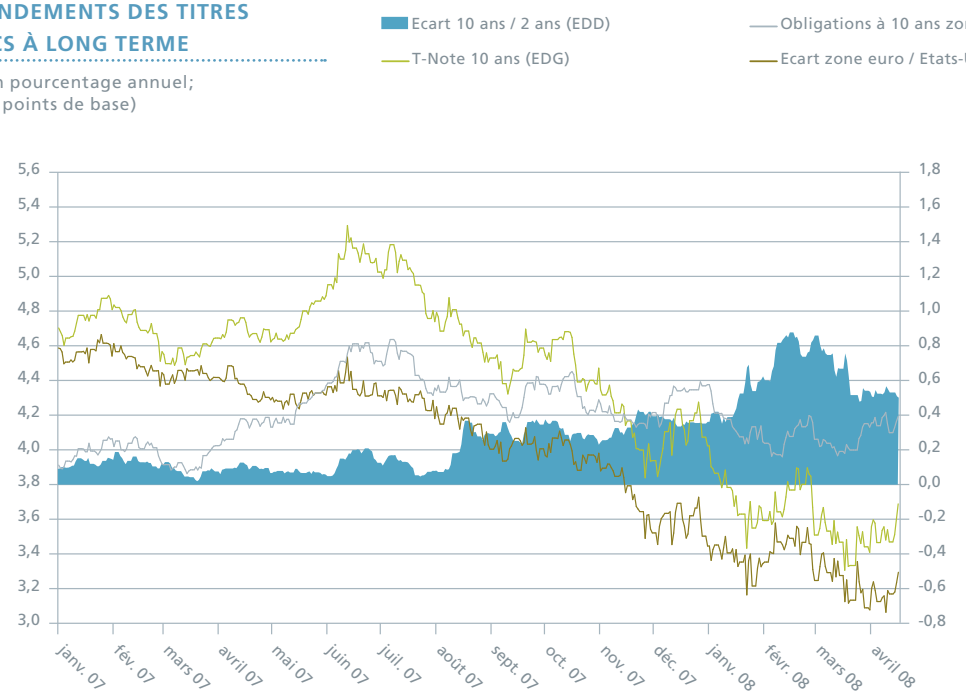
Fin-2007, les rendements des titres publics à long terme de la zone euro se sont inscrits à 4,4%, soit plus de 45 points de base en-dessus de leur niveau de fin-2006 ; depuis le début de l'année en cours, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont légèrement augmenté, pour s'établir à 4,5% à la fin du mois de mai. Après le déclenchement des turbulences de marché en août, les rendements obligataires étaient assujettis à d'importantes fluctuations suite à une hausse considérable de la volatilité sur les marchés obligataires et autres. L'écart de rendement entre les titres américains et ceux de la zone euro s'est continuellement creusé à partir de la mi-2007 pour devenir négatif en novembre, s'inscrivant à 46 points fin-mai 2008. En effet, aux Etats-Unis les rendements des emprunts publics à long terme se sont établis à environ 4,0% à la fin de l'année passée, soit 68 points de base en-dessous de leur niveau de fin-2006 ; depuis lors, les rendements obligataires américains ont faiblement progressé, s'établissant à presque 4,1% en fin de période.

En ce qui concerne l'évolution des taux réels, les rendements sur les obligations à dix ans indexées sur l'inflation ont globalement progressé dans la zone euro en 2007, pour s'inscrire aux environs de 2% fin-2007 ; aux Etats-Unis, les taux réels ont chuté. Début 2008, les taux réels ont fléchi dans la zone euro avant de se tendre à nouveau vers la fin du premier trimestre suite à une amélioration des perspectives de croissance.

Si les points morts d'inflation dans la zone euro se sont accrus depuis fin-2006 pour s'établir à des niveaux relativement élevés, il convient toutefois de souligner que leur évolution doit être interprétée avec prudence en présence des turbulences sur les marchés financiers ; ainsi, l'interprétation usuelle selon laquelle une augmentation des points morts d'inflation témoigne d'une hausse des anticipations d'inflation pourrait être erronée, notamment en raison des augmentations des primes de risque. Néanmoins, en raison du renchérissement considérable du pétrole et des produits alimentaires, il serait peu opportun de conclure que la hausse des points mort d'inflation ne traduise nullement les craintes des investisseurs en matière d'inflation.

GRAPHIQUE 3 :
LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

(EDG : en pourcentage annuel;
EDD : en points de base)



Sources : Bloomberg, BCE

L'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans a fortement augmenté dans la zone euro à partir d'août 2007, pour se replier légèrement à partir de mars 2008. Ces développements découlent d'une accentuation de la courbe des rendements, surtout entre août 2007 et février 2008. Le raidissement de la courbe des rendements à son tour découle d'un fléchissement plus prononcé des rendements obligataires à court terme.

Au premier semestre de 2007, les taux longs ont encore considérablement augmenté de part et d'autre de l'Atlantique. Ces développements ont reflété des perspectives de croissance propices, surtout dans la zone euro, en ligne avec la publication de données macroéconomiques favorables. La hausse des rendements obligataires fut toutefois brièvement interrompue entre fin-janvier et la mi-mars, surtout pour ce qui est des rendements américains, lorsque les opérateurs de marché ont estimé que la croissance économique aux Etats-Unis allait se poursuivre à un rythme plus lent qu'initialement prévu ; fin février, ce mouvement fut renforcé par le report sur les valeurs refuges suite à l'ajustement des cours boursiers découlant des turbulences sur le marché chinois. Par la suite, les rendements obligataires ont progressé considérablement et quasiment sans interruption jusqu'en juin. Ces développements découlaient du fait que les opérateurs de marché avaient revu à la hausse leurs anticipations relatives aux perspectives économiques, comme en témoigne d'ailleurs l'accroissement des rendements réels dans la zone euro et aux Etats-Unis. Si durant la première quinzaine du mois de juin les rendements obligataires ont fortement progressé dans le cadre de cessions massives, la tendance haussière a toutefois commencé à s'inverser au cours de la deuxième moitié du mois suite à l'apparition des premiers signes de perturbations observés sur le marché américain des prêts immobiliers de moindre qualité (c'est-à-dire sur le marché « subprime »); les taux ont alors fléchi sur toutes les échéances. En outre, la volatilité implicite sur les marchés obligataires de la zone euro s'est accrue à partir de juin.

C'est cependant au cours du mois de juillet que les investisseurs se montraient de plus en plus soucieux de la détérioration du marché subprime et des retombées

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

éventuelles. En effet, les développements du subprime conduisaient à une baisse de la valeur de certains titres adossés à des créances hypothécaires (« mortgage-backed securities »), ainsi qu'à une revalorisation des risques. Ainsi, les obligations publiques ont joué le rôle traditionnel de valeurs refuges, étant donné que ces titres représentent des valeurs sûres dans des situations d'incertitude accrue. Ces tensions se sont amplifiées considérablement en août, surtout aux Etats-Unis où les perspectives économiques se sont rapidement dégradées. La baisse plus prononcée des rendements obligataires aux Etats-Unis découlait également d'une politique monétaire américaine de plus en plus agressive ; en effet, le Comité fédéral d'open market a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 100 points de base au total entre septembre et décembre 2007. Pendant cette période, les perspectives économiques dans la zone euro demeuraient nettement plus favorables et les rendements obligataires se sont découplés suite au recul plus modéré des taux longs de la zone euro ; par conséquent, l'écart de rendement s'est creusé de plus en plus rapidement pour devenir négatif pour la première fois depuis septembre 2004.

Alors que la baisse généralisée des rendements obligataires outre Atlantique à la suite des turbulences de marché fut brièvement interrompue à plusieurs reprises, notamment suite aux attentes des opérateurs de marché quant à un assouplissement considérable de la politique monétaire américaine, l'incertitude continua à régner en 2008. Si les anticipations relatives à un abaissement des taux directeurs ont tendance à exercer un effet baissier sur les taux longs, le regain d'optimisme auquel la réduction prononcée des taux directeurs américains a conduit a partiellement contrecarré ce mouvement, surtout au cours des deux derniers mois. En raison de la volatilité accrue sur les marchés boursiers dans le contexte des préoccupations des opérateurs de marché relatives à l'évolution future de l'activité économique (surtout outre Atlantique), les rendements obligataires ont enregistré d'importantes fluctuations depuis le début de l'année et la volatilité s'est fortement accrue avant de se modérer quelque peu en fin de période. Dans la zone euro, les taux longs ont globalement augmenté en 2008, et l'écart de rendement par rapport aux taux obligataires américains s'est donc creusé davantage. Ces développements indiquent que les intervenants de marché estiment que l'économie réelle de la zone est moins exposée aux retombées des turbulences financières qu'aux Etats-Unis. Depuis la mi-mars, la tension des taux longs découle d'ailleurs d'une appétence accrue pour le risque des investisseurs.

1.1.3 Les marchés boursiers

Dans la zone euro et aux Etats-Unis, les principaux indices boursiers ont globalement progressé en 2007, alors qu'au Japon les cours ont chuté considérablement. L'indice Dow Jones EuroStoxx a avancé de 4,9%, le portant à 414,9 en fin-2007. Le S&P500 n'a progressé que de 3,5%, alors que le Nikkei 225 a fléchi de 11,1%. Ainsi, bien que la progression des cours américains et de la zone euro s'inscrive dans le cadre de la tendance à la hausse observable depuis début 2003, cette tendance s'est toutefois nettement ralentie par rapport à l'année précédente lorsque les deux indices avaient encore avancé d'environ 14% et 20% respectivement. La chute considérable du Nikkei 225 est en contraste avec sa progression d'environ 7% en 2006 et de 40% en 2005.

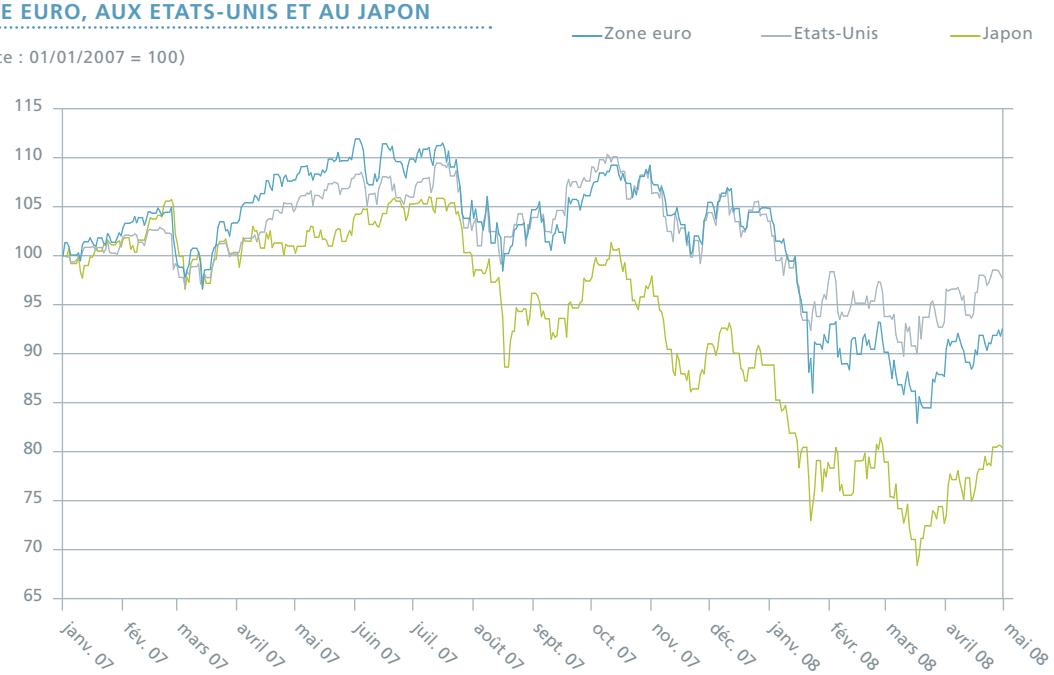
En cours de période, la tendance haussière s'est rapidement inversée et les cours se sont fortement repliés : entre début 2008 et fin-mai, le Dow Jones EuroStoxx et le S&P500 ont fléchi de 12,1% et de 4,5% respectivement, s'inscrivant à 364,7 et 1 400,4 en fin de période. L'indice japonais a reculé de 6,3% durant les cinq premiers mois de l'année pour s'établir à 14 338,5. Dans la mesure ou l'indice japonais reflète les opérations liées aux stratégies de portage (« carry trades »), la chute du Nikkei est peu surprenante étant donné que les intervenants de marché ont tendance à réduire leurs positions quand l'aversion au risque augmente.

A partir de la mi-2007, les cours boursiers ont d'ailleurs progressé dans un climat de volatilité accrue. C'est dans ce contexte qu'il convient aussi de comprendre l'évolution globale des cours qui étaient assujettis à d'importantes fluctuations après le déclenchement des turbulences de marché durant les mois d'été.

Au premier semestre de l'année passée, les trois indices boursiers ont encore affiché une progression régulière, soutenue par l'évolution propice des bénéfices. Cette tendance à la hausse ne fut que brièvement interrompue fin février suite à un ajustement important décou-

GRAPHIQUE 4 :
LES GRANDS INDICES BOURSIERS DANS LA ZONE EURO, AUX ETATS-UNIS ET AU JAPON

(indice : 01/01/2007 = 100)



Source : Bloomberg

lant des turbulences sur le marché chinois qui avait conduit à des cessions massives et à un report sur les valeurs refuges telles les obligations d'Etat. La reprise faisant suite à cette correction fut de courte durée et début juin la progression des indices boursiers fut à nouveau interrompue : suite à une révision à la hausse des perspectives de croissance et des anticipations de politique monétaire y afférentes, les rendements obligataires se sont tendus considérablement en raison de cessions massives, ce qui a lourdement pesé sur les cours boursiers. Après une courte période de stabilisation lors de laquelle les premiers signes de perturbations observés sur le marché américain des prêts immobiliers de moindre qualité (« subprime ») sont apparus, les marchés boursiers ont entamé, à partir des mois d'été, une phase prolongée durant laquelle ils se sont globalement inscrits en baisse.

En effet, les trois indices ont rapidement fléchi de concert suite au déclenchement des perturbations de marché qui avaient conduit à une importante réévaluation des risques. L'aversion au risque des intervenants de marché s'étant accrue, le corollaire en fut des dégagements massifs d'actions et le report aux valeurs sûres : entre mi-juillet et mi-août, au cours de quelques semaines uniquement, l'indice japonais et celui de la zone euro ont chuté d'environ 12%, alors que le S&P500 a fléchi de 9%. Le secteur des services financiers fut particulièrement touché par la chute des cours. Si les cours se sont redressés par la suite, ils ont évolué dans un climat d'incertitude et de volatilité élevées jusqu'en fin de période. Ainsi, les marchés boursiers ont largement évolué en fonction des attentes des opérateurs de marché quant à l'envergure des turbulences de marché et leurs retombées sur l'économie réelle. Or, entre mi-août et mi-octobre, les marchés se sont partiellement remis des lourdes pertes enregistrées au cours des semaines précédentes dans le sillage d'un regain d'optimisme, du recul prononcé des rendements obligataires depuis la mi-2007 et de la persistance remarquable des bénéfices réalisés et attendus. Par la suite, les marchés boursiers se sont globalement inscrits en baisse tout en se stabilisant courant décembre. Fin-2007, malgré les pertes considérables encourues à plusieurs reprises et notamment suite aux perturbations liées au subprime, le Dow Jones EuroStoxx avait avancé

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

de presque 5% sur douze mois ; sur la même période, l'indice américain ne s'est apprécié que de 3,5%, alors que le Nikkei 225 a perdu plus de 11%.

Si en 2007 l'indice américain et celui de la zone euro ont globalement su progresser par rapport à fin-2006, les cours ont plongé début 2008. Lors des trois premières semaines de l'année courante, le Dow Jones EuroStoxx a chuté de 17%, le Nikkei d'environ 16% et le S&P500 de 7,5%. La volatilité a très fortement augmenté en janvier pour atteindre son sommet de plusieurs années, témoignant de la panique qui régna sur les marchés pendant cette période d'incertitude accrue lors de laquelle le moindre signe d'une dégradation des fondamentaux macroéconomiques a su bouleverser les marchés ; en même temps, l'évolution des bénéfices par action a affiché des signes de ralentissement. Les cours se sont toutefois stabilisés suite à deux baisses successives du taux cible des fonds fédéraux, les 22 janvier et 30 janvier, de 75 et 50 points de base respectivement. Cependant, en mars les trois indices ont atteint leurs creux respectifs de la période sous revue, enregistrant à nouveau de lourdes pertes suite à la crise de liquidité affectant la banque d'affaires Bear Stearns. Depuis la mi-mars, les marchés boursiers se trouvent à nouveau sur une trajectoire haussière, notamment en raison du rachat de Bear Stearns par JP Morgan, opération qui fut soutenue par le Système fédéral de réserve. La baisse de 75 points de base des taux directeurs américains a renforcé le regain d'optimisme des opérateurs de marché qui estimaient que le pire pourrait être passé sur les marchés de crédit. Le mouvement haussier des cours fut encore soutenu par une baisse de 25 points de base du taux cible des fonds fédéraux en avril. Si les prix pétroliers se sont envolés en avril et en mai, le Dow Jones EuroStoxx a tout de même continué à progresser, notamment en raison d'une performance remarquable du secteur du pétrole et du gaz.

1.1.4 Les taux de change de l'euro

L'euro s'est fortement apprécié depuis fin-2006, tant en termes effectifs que bilatéralement face au dollar américain et à la livre sterling. Globalement, la monnaie unique s'est également appréciée envers le yen japonais et, dans une moindre mesure, par rapport au franc suisse ; néanmoins, l'évolution globale de l'euro face à ces deux devises masque d'importantes fluctuations, notamment en ce qui concerne sa progression par rapport au yen. L'euro s'est également apprécié face au renminbi chinois.

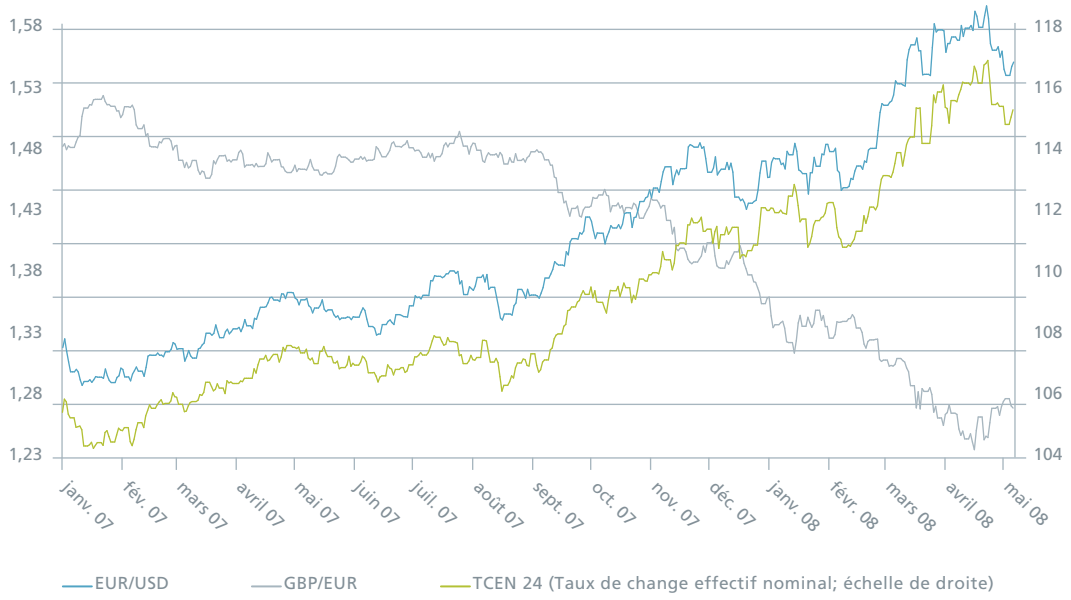
Entre fin-2006 et fin-2007, le taux de change effectif nominal[1] (TCEN) de l'euro s'est apprécié de plus de 6%. Au cours de cette même période, l'euro a progressé de plus de 10% face au dollar, passant de 1,32 USD à 1,46 USD, alors que la monnaie unique a avancé de 9% par rapport à la livre sterling pour s'inscrire à 0,74 GBP. Face au yen et au franc suisse, l'euro a avancé respectivement de presque 4% et 3%. Depuis début 2008, l'euro a continué à s'apprécier par rapport au dollar et à la livre sterling, alors qu'il s'est légèrement replié face au franc suisse ; globalement, la monnaie unique s'est faiblement appréciée par rapport au yen japonais tout en restant assujetti à d'importantes fluctuations.

L'appréciation de l'euro face au dollar américain s'explique dans une grande mesure par une réévaluation des perspectives de croissance respectives aux Etats-Unis et dans la zone euro, ainsi que par le différentiel des taux directeurs de part et d'autre de l'Atlantique. En ce qui concerne le taux de change de la monnaie unique par rapport à la livre sterling, on constate qu'il a évolué dans une fourchette relativement étroite pendant un certains temps avant de s'apprécier considérablement à partir de septembre suite aux anticipations des opérateurs de marché quant à l'évolution des taux directeurs au Royaume-Uni. La progression de l'euro face au yen est liée à l'évolution de l'aversion au risque des intervenants de marché, dans la mesure ou le yen est utilisé en tant que devise de financement dans le cadre des opérations de portage (« carry trades »).

Le dollar a fortement influencé la tendance haussière du TCEN tout au long de la période sous revue. L'appréciation de l'euro face au dollar fut plutôt modérée lors des huit premiers mois de l'année passée, notamment entre mai et août quand l'euro a progressé dans une fourchette relativement étroite. La tendance à la hausse fut renforcée par les décisions de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique : le Conseil des gouverneurs de la BCE a haussé les taux directeurs de 25 points de base en mars et en juin, portant le taux de soumission

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

GRAPHIQUE 5 :
LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO



Sources : Bloomberg, BCE

minimale des opérations principales de refinancement à 4,00%, alors que le taux cible des fonds fédéraux aux Etats-Unis resta inchangé à 5,25%. Quant aux autres principales devises comprises dans le panier du TCEN, l'euro est resté stable par rapport à la livre sterling, alors qu'il s'est fortement apprécié face au yen japonais.

A partir de juillet 2007, la progression de l'euro face au yen fut particulièrement volatile en raison d'importantes fluctuations de l'attitude à l'égard du risque des intervenants de marché, ces fluctuations ayant conduit à une succession de dénouements et de reprises des opérations de portage. Les dénouements étaient particulièrement prononcés dans les mois d'été, quand l'euro s'est replié de quelques 9% par rapport au yen. Si le déclenchement des turbulences sur les marchés a d'abord fait chuter l'euro suite à un mouvement de report vers les valeurs refuge (qui généralement joue en faveur du dollar), la monnaie unique a ensuite embarqué sur une trajectoire haussière prolongée. La forte appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine découlait du fait que les intervenants de marché estimaient que les perspectives de croissance s'étaient considérablement assombries aux Etats-Unis. S'agissant du cours de change de l'euro par rapport à la livre sterling, cette dernière s'est considérablement dépréciée à partir de septembre suite à la crise de liquidité affectant la banque britannique Northern Rock et aux attentes grandissantes des intervenants de marché quant à un abaissement des taux directeurs au Royaume-Uni. Le renforcement de l'incertitude économique et les perspectives sur le marché du logement ont également contribué à la faiblesse de la livre sterling.

La forte progression de l'euro face au dollar et du TCEN dans son ensemble s'est partiellement atténuée entre novembre 2007 et février 2008, dans le cadre d'importantes fluctuations à court terme découlant des perturbations de marché, notamment à la suite de fréquentes révisions des jugements par les opérateurs de marché en matière d'évolution conjoncturelle et de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique. A la suite d'importants dénouements des opérations de portage au tournant de l'année, la monnaie unique a fléchi de presque 8% face à la devise japonaise au cours de quelques semaines uniquement. Le franc suisse fut également touché par la montée de l'aversion au risque, alors que la livre sterling continua sur sa trajectoire baissière entamée en septembre. Entre février et avril, l'euro s'est rapidement apprécié pour atteindre son sommet historique face au dollar et à la livre

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

sterling, dépassant brièvement les 1,60 USD et frôlant les 0,81 GBP. Ces développements étaient, pour partie, liés au resserrement des écarts de taux d'intérêt entre la zone euro d'un côté, et les Etats-Unis et le Royaume-Uni de l'autre. Les opérateurs de marché s'attendaient d'ailleurs à ce que le cycle d'abaissement des taux directeurs américains se rapproche de sa fin. Parallèlement, les données relatives à l'inflation dans la zone euro impliquaient pour les opérateurs de marché une probabilité en déclin d'un assouplissement de la politique monétaire par le Conseil des gouverneurs de la BCE, malgré la persistance des tensions sur les marchés et de l'incertitude économique.

Il est possible que l'appréciation rapide de l'euro découle dans une certaine mesure, et ce plus que d'habitude, d'éléments techniques et de pressions spéculatives plutôt que de l'évolution des données économiques sous-jacentes. C'est dans ce contexte qu'il convient d'ailleurs de comprendre l'inversion partielle, observable entre la mi-avril et début mai, de la tendance haussière de la monnaie unique. Fin-mai, l'euro s'établissait à 1,56 face au dollar, à 164,1 face au yen et à 0,79 face à la livre sterling.

En ce qui concerne les devises ayant participé au mécanisme de change européen (MCE II), on peut tout d'abord noter que Chypre et Malte ont rejoint la zone euro le 1er janvier 2008, la livre chypriote et la lire maltaise ayant fait l'objet d'une conversion irrévocable à l'euro aux cours pivots retenus le 2 mai 2005 (CYP 0,585274 et MTL 0,4293 respectivement) lorsque ces deux pays avaient rejoint le MCE II. A l'exception de la couronne slovaque, les autres devises du MCE II – c'est-à-dire la couronne danoise, le litas lituanien, le lats letton et la couronne estonienne – sont largement restées stables et n'ont pas considérablement dévié de leurs cours pivots respectifs. L'euro s'est cependant déprécié face à la couronne slovaque pour passer d'environ 34,5 SKK à 30,3 SKK, notamment suite à deux réévaluations : le 19 mars 2007 la devise slovaque fut réévaluée de 8,5% par rapport à l'euro, portant le cours pivot de 38,4550 SKK à 35,4424 SKK ; le 28 mai 2008, elle fut réévaluée de 17,6472% et le nouveau cours pivot s'inscrit désormais à 30,1260 SKK. Le 7 mai 2008, la Commission européenne a d'ailleurs annoncé qu'elle estimait que la Slovaquie est prête à rejoindre la zone euro au premier janvier 2009 ; une proposition à cet effet a été adressée au Conseil des ministres des finances de l'Union européenne (ECOFIN) qui prendra la décision finale en juillet de cette année après consultation du Parlement européen et discussion au sein du Conseil réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. A deux reprises, notamment entre février et mars ainsi que vers la mi-septembre 2007, le lats letton fut également assujetti à des fluctuations accrues tout en restant à l'intérieur de la marge étroite unilatérale de +/- 1% autour de son cours pivot.

S'agissant des autres devises de l'Union européenne hors MCE II, la couronne tchèque et le zloty polonais se sont appréciés face à l'euro, alors que le lev bulgare est resté plus ou moins stable par rapport l'euro à 1,95583 BGN. Le forint hongrois s'est globalement apprécié face à l'euro ; à rappeler que les autorités hongroises ont décidé, le 25 février 2008, de supprimer les marges de fluctuation et d'adopter un régime flottant pur. La couronne suédoise et le leu roumain se sont dépréciés en cours de période.

1.1.5 Les prix à la consommation

La progression de l'Indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) global de la zone a affiché un taux de progression moyen de 2,1% en 2007, contre 2,2% les deux années précédentes. Toutefois, le léger recul de la moyenne en 2007 masque que la tendance de l'inflation s'est renversée au cours de l'année sous revue. En effet, le rythme annuel de progression de l'IPCH est resté globalement stable, inférieur à 2% jusqu'à la fin de l'été 2007, avant de s'accélérer brutalement pour atteindre 3,1% à la fin de l'année sous revue.

Le profil d'évolution de l'IPCH en 2007 a reflété les hausses notables des prix des produits énergétiques et alimentaires. L'impact du renchérissement des produits pétroliers enregistré au début de l'année 2007 sur l'inflation a été tempéré par des effets de base favorables liés au fort recul des prix de ces produits entre août 2006 et janvier 2007. A partir de septembre 2007, en raison de l'envol des prix des produits pétroliers et d'effets de base défavorables, la composante énergétique de l'IPCH a considérablement contribué à la hausse de l'inflation.

Le rythme de progression annuel des prix des produits alimentaires non transformés est resté élevé pendant la plus grande partie de l'année sous revue, alors que le taux annuel des prix des produits alimentaires transformés s'est sensiblement accéléré à partir de la fin de l'été, passant de 1,9% en juillet à 5,1% en décembre.

Cette hausse des prix des biens alimentaires transformés, intervenue dans le contexte du renchérissement prononcé de certaines matières premières sur les marchés mondiaux, a aussi exercé de fortes pressions haussières sur l'inflation telle que mesurée par l'IPCH.

Les prix des pains et céréales, ainsi que ceux du lait, des fromages et des œufs ont particulièrement flambé.

Les prix des produits manufacturés hors énergie ont affiché un taux de progression moyen de 1% en 2007, soit 0,4 point de pourcentage de plus que l'année précédente. Cette hausse a notamment témoigné du relèvement du taux de TVA en Allemagne, de tensions haussières sur les coûts des consommations intermédiaires ainsi que d'une forte utilisation des capacités de production dans l'industrie au cours de l'année sous revue.

Finalement, le rythme des prix des services s'est accéléré au début de 2007, reflétant aussi et essentiellement la hausse du taux de TVA en Allemagne. Le taux annuel de cette composante est resté élevé tout au long de 2007, avec des valeurs aux alentours de 2,5%.

Contrairement au taux moyen de l'IPCH global qui a été quasiment stable en 2007 par rapport à l'année précédente, le rythme moyen de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et de l'énergie s'est accentué de 0,5 point de pourcentage pour s'inscrire à 2,0%. Cet indicateur a aussi subi l'impact du relèvement du taux de TVA en Allemagne au début 2007 et à partir du mois d'août de la flambée des prix des produits alimentaires transformés. Ainsi, le taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et l'énergie s'est établi à 2,3% en décembre 2007, soit son plus haut niveau depuis décembre 2002.

Quant à l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro début 2008, le rythme annuel de l'IPCH s'est encore accentué pour ressortir à 3,6% en mars soit le taux annuel le plus élevé enregistré depuis le début de la phase III de l'UEM, pour reculer ensuite à 3,3% en avril. La dynamique de l'inflation début 2008 a été fortement influencée par l'évolution des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

L'estimation rapide d'Eurostat fait ressortir la progression annuelle de l'IPCH de la zone euro à 3,6% en mai 2008. Ce résultat témoigne de la persistance de vives tensions sur l'inflation à court terme, essentiellement sous l'effet des hausses prononcées des prix de l'énergie et des produits alimentaires depuis l'automne 2007.

Selon les projections établies en juin 2008 par les experts de l'Eurosystème, la hausse de l'IPCH de la zone euro devrait se situer entre 3,2% et 3,6% en 2008 et entre 1,8% et 3,0% en 2009. Par rapport aux projections de mars 2008 des services de la BCE, les nouvelles fourchettes pour 2008 et 2009 se situent nettement au-dessus des fourchettes établies

TABLEAU 1 :
EVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉE (IPCH) ET DE SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO (TAUX DE VARIATION ANNUELS)

	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2008 T1	2008 janv.	2008 févr.	2008 mars	2008 avril	2008 mai
IPCH global	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,3	3,2	3,3	3,6	3,3	3,6
dont														
-Produits alimentaires non transformés	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,0	3,5	3,3	3,2	3,8	3,1	
-Produits alimentaires transformés	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	6,4	5,9	6,5	6,7	6,9	
-Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,1	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	
-Energie	10,1	7,7	2,6	1,5	1,2	0,5	0,7	8,1	10,7	10,6	10,4	11,2	10,8	
-Services	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,8	2,2	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,5	1,5	2,0	1,6	1,9	1,9	2,0	2,3	2,5	2,3	2,4	2,7	2,4	

Source : Eurostat

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

auparavant, traduisant essentiellement la hausse plus forte des prix de l'énergie et des produits alimentaires et l'accentuation des tensions inflationnistes dans le secteur des services. Les risques pesant sur les perspectives d'inflation demeurent nettement orientés à la hausse. Ces risques comprennent la possibilité de nouveaux renchérissements du pétrole et des produits alimentaires ainsi que de relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte supérieurs à celles envisagés actuellement. Le processus de fixation des prix et des salaires risque de renforcer les tensions inflationnistes. Le pouvoir des entreprises à fixer les prix de vente, notamment dans les segments du marché où la concurrence est insuffisante, pourrait être plus considérable qu'anticipé pour l'instant, et les hausses de salaires pourraient ressortir plus fortes que prévu, au vu du niveau élevé d'utilisation des capacités, de la situation tendue sur le marché du travail et du risque d'effets de second tour.

Le tableau suivant illustre que les projections d'inflation des services de l'Eurosystème de juin 2008 sont globalement confirmées par les prévisions récentes d'organisations internationales.

TABLEAU 2 :
COMPARAISON DE PROJECTIONS D'INFLATION IPCH POUR LA ZONE EURO (TAUX DE VARIATION ANNUELS MOYENS)

	2008	2009
FMI (avril 2008)	2,8	1,9
Commission européenne (avril 2008)	**3,2**	**2,2**
OCDE (juin 2008)	3,4	2,4
Eurosystème (juin 2008)	**3,2-3,6**	**1,8-3,0**

Sources : Eurostat, Commission européenne, OCDE et Eurosystème

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

L'activité économique dans la zone euro a continué de croître à un rythme soutenu en 2007. La progression annuelle du PIB en volume s'est établie à 2,6% après 2,8% l'année précédente, en dépit de la volatilité des prix de l'énergie et d'un environnement marqué par le renforcement de l'incertitude résultant des turbulences sur les marchés de capitaux au second semestre de l'année.

Le ralentissement de la croissance du PIB en 2007 est essentiellement imputable à la décélération de la demande intérieure (2,2% en 2007 après 2,6% l'année précédente), les exportations nettes ayant quant à elles fait preuve d'un regain de dynamisme (24,1% après 11,4% en 2006), mais cela en raison d'une réduction plus importantes des importations que des exportations.

S'agissant de la demande intérieure, son infléchissement est attribuable aux évolutions de la consommation privée et à celles de l'investissement résidentiel. Plus en détail, la consommation privée a décéléré à 1,5% en 2007 (après 1,8% en 2006). Hormis l'incidence ponctuelle négative du relèvement de la TVA en Allemagne au cours du premier trimestre 2007, la consommation des ménages a rebondi au cours des mois suivants à la faveur de l'amélioration de leur revenu réel disponible, liée essentiellement aux évolutions positives de l'emploi et, dans une moindre mesure, à la hausse du pouvoir d'achat. Les perturbations financières qui ont certes généré une baisse de la confiance des consommateurs au second semestre ne semblent, dans les faits, n'avoir eu qu'une incidence directe limitée sur la consommation, même si les critères d'octroi des prêts à la consommation ont été durcis au cours des derniers mois de l'année.

En outre, après avoir rebondi en 2006, la progression de l'investissement a graduellement décéléré en 2007 passant de 5,0% à 4,3%. Dans un contexte de ralentissement des prix de l'immobilier, c'est l'investissement résidentiel qui a enregistré l'infléchissement le plus important. Ceci est corroboré dans les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire au dernier trimestre de 2007 qui affiche une diminution considérable de la demande nette de prêts au logement.

Sur le plan externe, la progression des exportations nettes s'est redressée. En effet, le ralentissement de la croissance des exportations (de 7,9% en 2006 à 6,0% en 2007) qui s'explique à la fois par l'appréciation rapide de l'euro et la concurrence grandissante de la Chine et des autres pays asiatiques émergents est allé de pair avec un infléchissement plus marqué encore des importations (de 7,7% à 5,2%).

Dans une optique prospective, le scénario de base établi respectivement par l'Eurosystème, la Commission euro-

TABLEAU 3 :
STRUCTURE DE LA CROISSANCE DU PIB EN VOLUME (VARIATION EN POURCENTAGE, DONNÉES CVS)

	Taux annuels			Taux trimestriels									
	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Produit intérieur brut en volume	**1,6**	**2,8**	**2,6**	**3,2**	**3,2**	**2,5**	**2,7**	**2,2**	**0,8**	**0,7**	**0,3**	**0,7**	**0,4**
dont:													
Demande intérieure	**1,8**	**2,6**	**2,2**	**2,4**	**2,9**	**2,0**	**2,1**	**1,9**	**0,2**	**0,9**	**0,1**	**0,9**	**0,0**
Consommation privée	1,6	1,8	1,5	2,1	1,4	1,6	1,7	1,1	0,5	0,1	0,6	0,5	-0,1
Consommation publique	1,5	2,0	2,2	2,3	2,2	2,2	2,4	1,8	0,5	1,0	0,2	0,6	-0,1
Formation brute de capital fixe	3,0	5,0	4,3	5,5	6,3	3,5	3,9	3,2	1,5	1,3	0,0	1,1	0,8
Exportations nettes	**-9,4**	**11,4**	**24,1**	**60,9**	**21,8**	**27,0**	**37,6**	**14,2**	**40,6**	**-7,4**	**11,6**	**-5,3**	**16,7**
Exportations de biens et de services	4,7	7,9	6,0	9,0	6,6	6,0	7,2	4,4	3,3	0,8	0,9	2,0	0,6
Importations de biens et services	5,5	7,7	5,2	7,1	5,9	5,0	5,9	3,8	1,7	1,3	0,3	2,5	-0,3

Sources : Eurostat, calculs BCL

péenne, l'OCDE et le FMI, décrit toujours une décélération de la croissance annuelle du PIB au sein de la zone euro. Par ailleurs, ces prévisions sont moins optimistes que celles publiées précédemment.

Selon les dernières projections de juin 2008 de l'Eurosystème, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 1,5% et 2,1% en 2008 et entre 1,0% et 2,0% en 2009. Par rapport aux projections de mars établies par les services de la BCE, la fourchette prévue actuellement pour la croissance du PIB en volume en 2008 se situe dans la partie supérieure de celle publiée en mars 2008, principalement en raison du résultat meilleur que prévu enregistré au premier trimestre. En effet, avec un taux de 0,8% en glissement trimestriel, la progression du PIB en volume au premier trimestre 2008 a été très supérieure aux prévisions. Ce dynamisme a reflété en partie des facteurs temporaires, notamment les conditions météorologiques inhabituellement clémentes observées cet hiver dans de nombreuses régions d'Europe, qui semblent avoir dopé l'activité dans la construction. Toutefois, le taux de croissance élevé du premier trimestre pourrait être partiellement annulé au deuxième trimestre. Il convient donc, afin d'éviter des erreurs d'interprétation sur des résultats trimestriels hautement volatils, de procéder à une évaluation d'ensemble des deux premiers trimestres 2008.

Puis, pour 2009, la fourchette a été légèrement révisée à la baisse, par suite de la hausse des prix des matières premières observée ces derniers mois. Néanmoins, ces taux de croissance annuels doivent être interprétés avec beaucoup de prudence car même s'ils indiquent que la croissance pourrait être plus faible en 2009 qu'en 2008, ils occultent le fait qu'en rythme trimestriel, la progression du PIB en volume devrait atteindre un creux en 2008, avant de se redresser progressivement par la suite.

Les risques pesant sur ces projections de croissance économique sont considérés comme orientés à la baisse et l'incertitude entourant ces perspectives demeurent élevée. En particulier, ces risques continuent d'être liés à l'éventualité que les turbulences observées sur les marchés de capitaux exercent une incidence plus négative que prévu sur l'économie réelle. Par ailleurs, des risques à la baisse découlent de l'effet modérateur sur la consommation et l'investissement de nouveaux renchérissements imprévus de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que d'une possible apparition de pressions protectionnistes et de perturbations que pourraient susciter les déséquilibres mondiaux.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

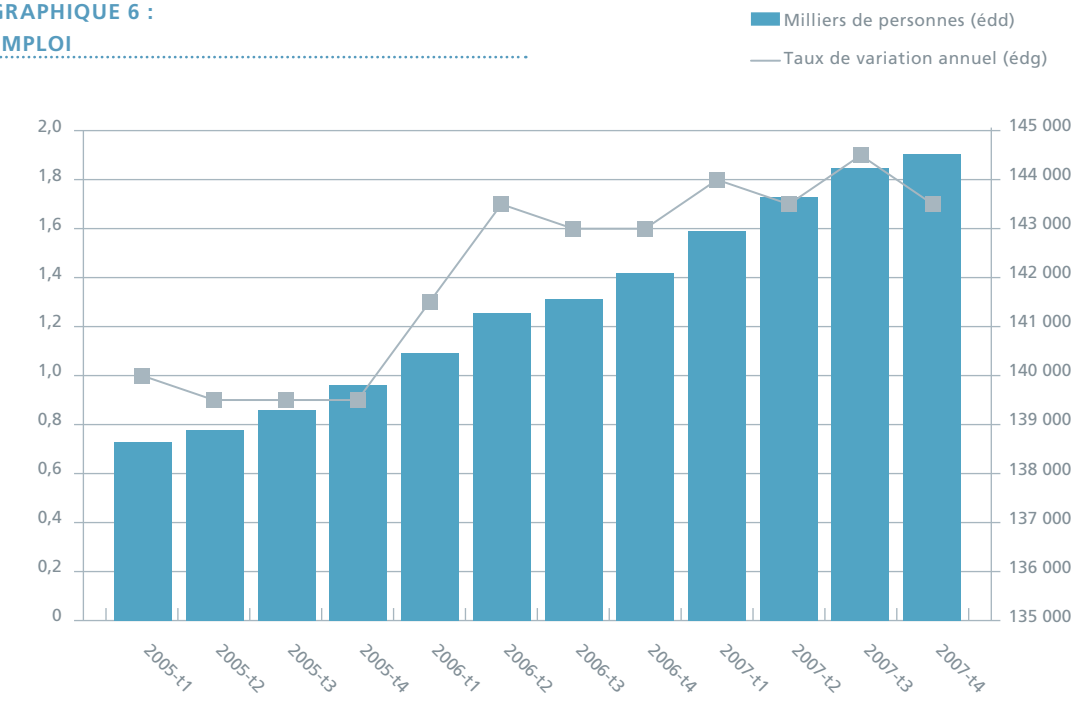
La demande, à la fois intérieure et extérieure devrait continuer de soutenir la croissance du PIB au sein de la zone euro en 2008, dans une moindre mesure toutefois qu'en 2007. Plus en détail, la consommation privée devrait contribuer à l'expansion économique, dans le sillage de l'évolution du revenu réel disponible, qui a bénéficié de l'augmentation significative de l'emploi, du taux d'activité et de la baisse du taux de chômage qui est revenu à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis vingt-cinq ans et ceci, en dépit de l'incidence négative de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires sur le pouvoir d'achat.

Ainsi, l'Eurosystème projette que la consommation privée enregistrerait une croissance en glissement annuel comprise entre 1,1% et 1,5% en 2008 et entre 0,9% et 2,1% en 2009. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modérée s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,3% et 2,3% en 2008 et entre 1,2% et 2,2% en 2009. La progression de la formation brute de capital fixe demeurerait un facteur de soutien en raison du niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production et de la forte rentabilité des sociétés non-financières. Dès lors, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans un intervalle de 1,3% à 3,5% en 2008 et de -0,4% à 2,8% en 2009.

Sur le plan externe, tout en se modérant, l'activité économique mondiale devrait rester robuste, bénéficiant notamment de la persistance d'une croissance vigoureuse dans les pays émergents. Elle devrait donc continuer à soutenir les exportations dont le taux de variation annuel moyen serait compris entre 3,5% et 6,3% en 2008 et entre 2,4% et 5,6% en 2009. Parallèlement, le rythme de croissance annuel des importations totales devrait être quasiment du même ordre que celui des exportations, à savoir dans des fourchettes comprises entre 2,9% et 6,3% en 2008 et entre 2,2% et 5,6% en 2009. Par voie de conséquence, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection.

La progression de l'emploi dans la zone euro s'est établie à +1,6% en 2007 (après +1,4% en 2006 et +0,6% en 2005), ce qui correspond environ à 4 millions de nouveaux postes créés. Selon la Commission euro-

GRAPHIQUE 6 :
EMPLOI



Source : Eurostat

TABLEAU 4 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACRO ÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO

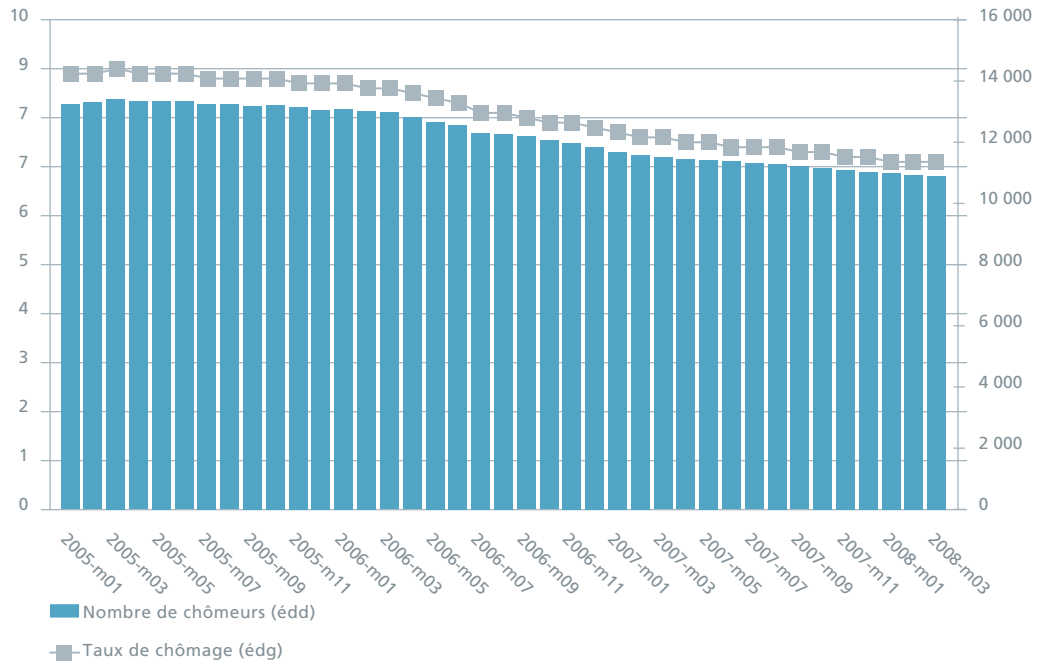
	2007	2008	2009
Prévisions de la Commission européenne - PIB réel	2,6	1,7	1,5
Projections de l'OCDE - PIB réel	2,6	1,7	1,4
Projections du FMI - PIB réel	2,6	1,4	1,2
Projections de juin de l'euro-système - PIB réel	2,6	1,5 - 2,1	1,0 - 2,0
Consommation privée	1,5	1,1 - 1,5	0,9 - 2,1
Consommation publique	2,2	1,3 - 2,3	1,2 - 2,2
Formation brute de capital fixe	4,3	1,3 - 3,5	-0,4 - 2,8
Exportations de biens et de services	6,0	3,5 - 6,3	2,4 - 5,6
Importations de biens et de services	5,2	2,9 - 6,3	2,2 - 5,6

Sources: Eurostat, Commission européenne, FMI, OCDE et Eurosystème

péenne, la croissance de l'emploi ralentirait en 2008 et 2009 à respectivement +0,9% et +0,5%.

Les données disponibles sur le front du chômage étayent cette embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle au cours de 2007 pour afficher 7,4% en moyenne après 8,3% en 2006. Soulignons que les données publiées pour le premier trimestre de 2008 confirment cette orientation favorable : le taux de chômage est ressorti à 7,1% en mars 2008 ce qui constitue le chiffre le plus bas enregistré depuis le début des années 1980. En termes absolus, le nombre de chômeurs s'établit désormais à moins de 11 millions de personnes en mars 2008 (10,9 millions plus exactement après 12,9 millions en mars 2007). Dans l'ensemble, la baisse du chômage entamée depuis le début de l'année 2005 reflète l'accélération de la progression de l'emploi liée à la situation conjoncturelle ainsi que l'incidence des réformes sur le marché du travail et la poursuite de la modération salariale.

GRAPHIQUE 7 : CHÔMAGE



Source :Eurostat

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

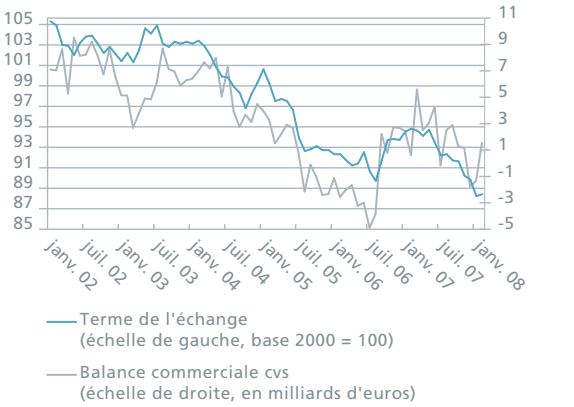
1.1.7 Le commerce extérieur

Après avoir progressé à un rythme exceptionnellement élevé en 2006, le commerce extérieur de la zone euro s'est ralenti en 2007. Les exportations de biens ont augmenté de 8,3% pour atteindre 1 493 milliards d'euros en 2007, alors qu'elles s'étaient accrues de 11,6% en 2006. La croissance des importations s'est quant à elle ralentie davantage, en passant de 13,7% en 2006 à 5,6% en 2007 (soit un niveau de 1 471 milliards). En conséquence, le solde commercial de la zone euro est redevenu excédentaire de 22,3 milliards d'euros en 2007 alors qu'il était déficitaire en 2006. Ce retournement de tendance s'explique donc par la croissance plus lente des importations de biens que celle des exportations.

La décomposition en volumes et prix des échanges de biens confirme d'ailleurs cette observation : sur toute l'année 2007, la croissance en volume des exportations (5,9%) s'est en effet avérée supérieure à celle des importations (3,9%, voir graphique). De même, au niveau des prix relatifs, les valeurs unitaires à l'exportation ont enregistré une croissance (2,2%) supérieure à celle des valeurs unitaires à l'importation (1,4%). L'amélioration des termes de l'échange qui en a résulté est partiellement liée à l'appréciation de l'euro qui a atténué la hausse de la facture énergétique (exprimée en euros) de la zone euro.

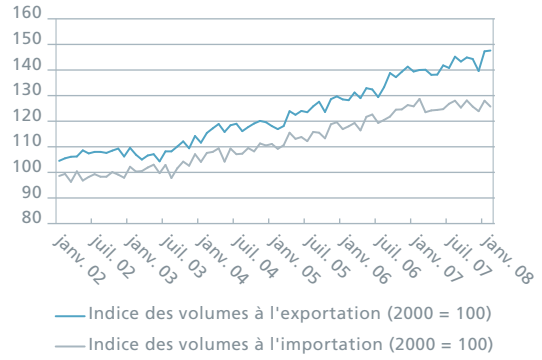
Après ce retournement de tendance observée sur toute l'année 2007, le solde commercial de la zone euro s'est à nouveau détérioré au premier trimestre de 2008 (voir graphique). Le déficit a ainsi atteint 12,2 milliards au premier trimestre de 2008 contre 1,3 milliard milliards au même trimestre de 2007. Cette évolution s'explique par une nouvelle détérioration des termes de l'échange résultant de la hausse du prix du pétrole et des matières premières, hausses que l'appréciation de l'euro n'a compensé que partiellement.

GRAPHIQUE 8 :
EVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)



Source : EUROSTAT

GRAPHIQUE 9 :
EVOLUTION EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



Source : EUROSTAT

La ventilation du commerce extérieur par principales catégories de biens montre que sur toute l'année 2007, les excédents sur les machines et matériels de transport (185 milliards d'euros) ainsi que sur les produits chimiques et connexes (88 milliards) ont respectivement progressé de 21,7% et de 9,4%. Par contre le surplus sur les produits manufacturés classés selon la matière première a poursuivi sa contraction (-34% à 19 milliards d'euros). Dans les échanges de biens pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les produits pétroliers ont vu leur déficit se réduire de 5,9% à 231 milliards d'euros sur toute l'année 2007. Cette réduction est essentiellement due à un fléchissement (-3,5%) dans les volumes importés, dans un contexte où l'appréciation de l'euro n'a que partiellement compensé les fortes hausses des prix du pétrole. De même, le déficit en matières brutes, huiles et graisses s'est alourdi de 12,2% en 2007 (36,8 milliards) suite à la hausse généralisée des cours de ces produits.

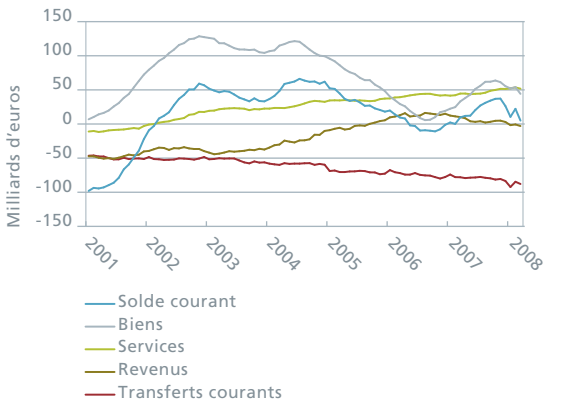
Les évolutions du commerce extérieur selon les principaux partenaires de la zone euro montrent que l'excédent envers le Royaume–Uni a grimpé de 24% à 61 milliards d'euros en 2007. On note également une forte progression des excédents vis-à-vis des pays d'Europe Centrale et Orientale (Pologne, Bulgarie, Roumanie). Le surplus vis-à-vis des Etats-Unis s'est en revanche contracté de 13% à 64 milliards pour l'année 2007 suite à une réduction en volume des exportations vers ce pays. Quant aux déficits, ils se sont contractés dans les échanges avec les pays producteurs de pétrole : les pays membres de l'OPEP (-32% à 32,8 milliards d'euros), la Russie (-24,5% à 30 milliards) et la Norvège (-19,5% à 21 milliards). En revanche, les traditionnels déficits vis-à-vis de la Chine (110 milliards, soit le plus lourd déficit) et vis-à-vis du Japon (24 milliards) ont progressé respectivement de 21,4% et de 7,3%.

1.1.8 La balance des paiements

La balance courante de la zone euro s'est soldée par un excédent de 26,4 milliards d'euros au cours de l'année 2007, après avoir enregistré un léger déficit de 1,3 milliard en 2006. Cette forte amélioration s'explique en grande partie par l'embellie du surplus des marchandises. La forte hausse de l'excédent de biens, qui a atteint 55,6 milliards d'euros en 2007 contre 19 milliards en 2006, est due à une croissance plus importante des exportations de biens que celle des importations (cfr. section 1.1.7 ci-dessus). La zone euro a également bénéficié d'une évolution favorable dans le solde des services dont le surplus a progressé de 21,8% en atteignant 51,5 milliards d'euros en 2007. La balance courante a par contre été négativement affectée par le solde des revenus dont l'excédent a chuté à 3 milliards en 2007, contre 15 milliards en 2006. De même l'augmentation de 7,4% du déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 83,6 milliards d'euros sur toute l'année 2007, a eu un impact négatif non négligeable sur le solde courant de la zone euro.

D'après les dernières données disponibles, l'excédent courant de la zone euro s'est nettement amenuisé au premier trimestre de 2008 en s'établissant à 5 milliards d'euros d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2008 contre un surplus de 9,7 milliards sur la même période de 2007. Cette contraction est d'une part le résultat du retournement du solde des revenus (qui est passé d'un excédent cumulé de 11 milliards d'euros en mars 2007 à un déficit cumulé de 3 milliards en mars 2008) et d'autre part, le résultat de la croissance continue du déficit des transferts courants.

GRAPHIQUE 10 :
EVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE COURANT CUMULÉS SUR DOUZE MOIS



Source : BCE

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Dans les transactions du compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes cumulées de 103 milliards d'euros en 2007 contre 112 milliards en 2006. Ces entrées ont porté essentiellement sur les flux d'investissements de portefeuille et accessoirement sur les autres investissements, les investissements directs et les produits financiers dérivés ayant de leur côté enregistré des sorties nettes.

En général, dans les flux d'investissements de portefeuille, à la suite de la crise du subprime qui a débuté en aout 2007, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. Les entrées nettes sur investissements de portefeuille se sont ainsi réduites à 254 milliards d'euros en 2007 contre 266 milliards en 2006. Cette baisse, qui a affecté essentiellement les titres de créance, est la conséquence d'une forte réduction des placements des non-résidents dans les obligations de la zone euro. Dans les transactions sur titres de participation, la zone euro a en revanche subi une hausse des entrées nettes. Ces dernières entrées s'expliquent par d'importantes ventes nettes d'actions étrangères réalisées par les résidents de la zone euro.

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille ont été partiellement compensées par les sorties nettes d'investissements directs. Les perspectives de croissance relativement meilleures dans les pays émergents et dans les pays d'Europe de l'Est, ainsi que l'appréciation de l'euro qui a baissé la valeur des actifs libellés en dollar, ont poussé les entreprises résidentes à accroître leurs nouveaux investissements et leurs acquisitions à l'étranger. Dans les « autres investissements », les entrées nettes de 59 milliards d'euros en 2007 s'expliquent par une hausse des engagements nets des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème).

1.2 La situation économique au Luxembourg

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'Indice des prix à la consommation national (IPCN), s'est élevée à 2,3% en 2007, soit 0,4 point de pourcentage de moins que l'année précédente. Le recul de la moyenne annuelle masque toutefois le fait que le rythme de progression de l'IPCN s'est fortement accéléré à partir d'octobre 2007, passant à 3,4% en décembre, après avoir fluctué autour de 2% depuis le début de l'année sous examen (cf. graphique ci-dessous). L'apparition de pressions inflationnistes vers la fin de l'année s'explique essentiellement par la flambée du pétrole et des produits alimentaires au second semestre 2007, amplifiée par des effets de base défavorables liés au recul des prix de l'énergie au quatrième trimestre 2006.

L'impact des hausses mensuelles des prix des produits pétroliers observées au début de 2007 a été atténué par des effets de base favorables jusqu'en été et par l'appréciation de l'euro. En effet, les taux de variation annuels des prix des produits pétroliers ont été essentiellement négatifs, compris entre -4,9% et 0,4%, entre janvier et septembre 2007, malgré cinq hausses mensuelles consécutives enregistrées entre mars et juillet. Ensuite, les produits pétroliers ont largement contribué à l'accélération de l'inflation en raison, d'une part, de la flambée des prix de ces produits et, d'autre part, d'effets de base défavorables.

La hausse des prix des « produits alimentaires et des boissons non alcoolisées » s'est intensifiée vers la fin de l'été. En effet, le taux annuel de cette composante est passé à 5,3% en décembre, après avoir fluctué autour de 3% jusqu'en septembre. Cette évolution reflète essentiellement la flambée de certaines matières premières agricoles au niveau mondial, comme le lait et les céréales.

Le taux de variation annuel de l'IPCN hors produits pétroliers a été très soutenu, compris entre 2,2% et 2,6% au cours de l'année sous revue et s'est établi à 2,4% en moyenne annuelle en 2007, après 2,2 % en 2006. La contribution des prix autres que ceux des produits pétroliers à l'inflation a donc été relativement vive au cours de l'année sous revue.

GRAPHIQUE 11 :
VENTILATION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION NATIONAL

Source : STATEC

Le plus récent dépassement de la cote d'échéance de l'échelle mobile des salaires a été observé en novembre 2007. Cependant, la date d'application effective a été reportée du 1er décembre 2007 au 1er mars 2008 conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires.

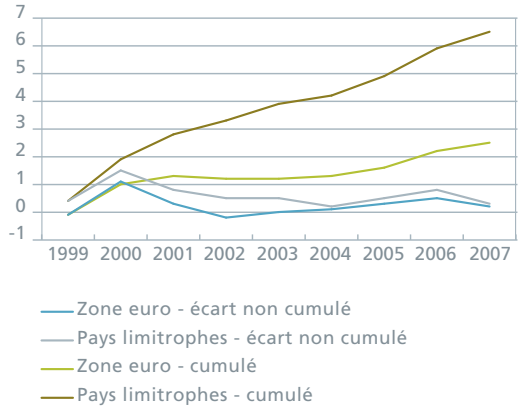
L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice harmonisé (IPCH), qui est moins représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération démesurée du tabac et des produits pétroliers, dont une proportion importante est consommée par des non-résidents, s'est établie à 2,7% en moyenne en 2007, soit un recul de 0,3 point de pourcentage par rapport au taux enregistré l'année précédente.

En 2007, les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg[2] par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes demeurent défavorables, quoique en recul par rapport à l'année précédente. Ainsi, la moyenne annuelle du différentiel d'inflation non cumulé s'est passée de 0,5 pp en 2006 à 0,2 pp en 2007 pour la zone euro et de 0,8 pp à 0,3 pp pour les pays limitrophes. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 à la fin 2007, ont atteint 2,5 et 6,5 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et la moyenne des pays limitrophes (cf. graphique).

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

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 12 :
DIFFÉRENTIELS D'INFLATION
(EN POINTS DE POURCENTAGE)



Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

A noter dans ce contexte que l'Eurosystème est responsable pour maintenir la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble, sans 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, de 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. Pour plus d'informations au sujet de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, le lecteur peut se reporter à deux encadrés intitulés respectivement « Coûts salariaux unitaires et productivité : comparaison avec les pays limitrophes» et « Les indicateurs de compétitivité prix/coûts, peuvent-ils expliquer la croissance des exportations ?» qui sont inclus dans le présent Rapport annuel.

En ce qui concerne l'évolution des prix à la consommation au début de 2008, l'IPCN annuel s'est maintenu à des niveaux supérieurs à 3%. En mai 2008, le taux annuel s'est même établi à 4,0%, soit la progression la plus élevée depuis l'introduction de la série en 1995. Cette évolution est surtout imputable au renchérissement du pétrole et des matières premières alimentaires sur les marchés mondiaux. L'inflation mesurée par l'IPCH a été nettement plus élevée au cours des derniers mois, avec des taux annuels compris entre 4,2% et 4,8%. La divergence entre les taux annuels de l'IPCN et de l'IPCH s'explique par la pondération plus élevée des produits pétroliers et du tabac dans l'IPCH en raison du fait qu'une forte proportion de ces produits est exportée.

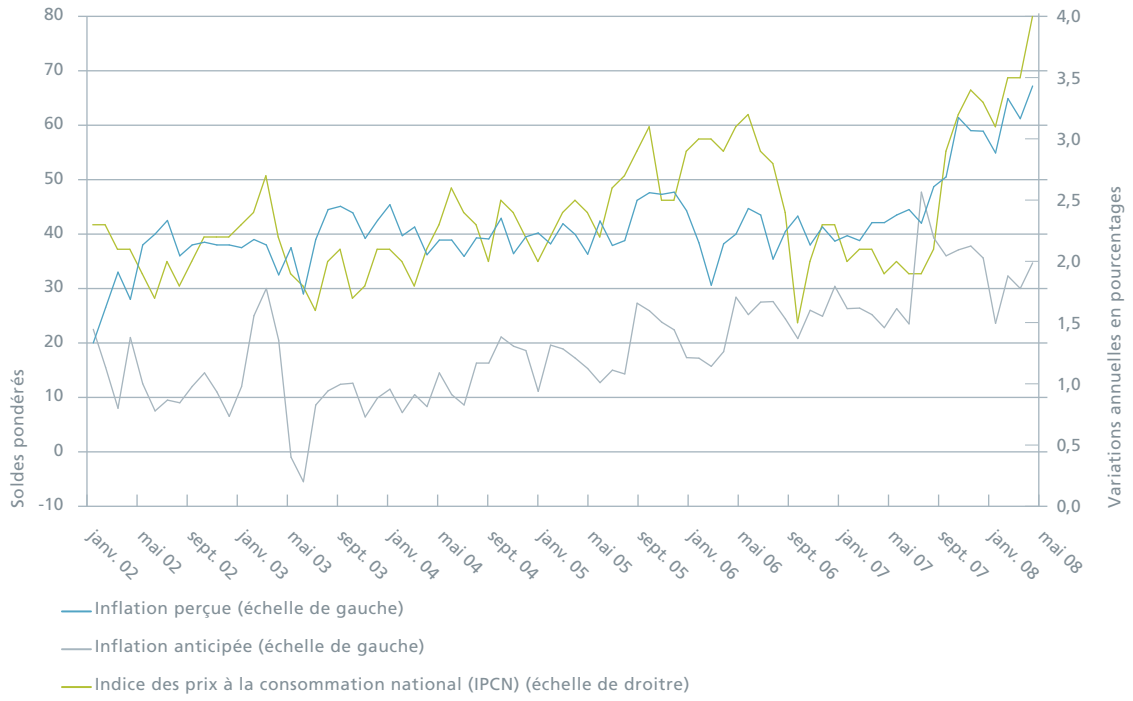
Selon l'enquête de la BCL auprès des consommateurs, les perceptions qualitatives de l'inflation par les consommateurs relatives aux douze mois précédents ont fortement augmenté depuis août 2007 pour atteindre leur niveau le plus élevé depuis l'introduction de l'enquête en 2002 (cf. graphique ci-après).

Les anticipations qualitatives des consommateurs concernant les évolutions de l'inflation au cours des douze mois à venir ont également nettement progressé en août 2007. Depuis septembre, elles sont revenues en deçà de leur valeur d'août, tout en restant assez élevées dans une perspective historique.

Les corrélations glissantes entre les perceptions d'inflation et les indicateurs de l'inflation effective (« IPCN global », « alimentation et boissons non alcoolisées », « produits pétroliers ») ont été assez faibles sur une grande partie de la période couverte par l'enquête ce qui suggère que la façon dont les consommateurs forment leurs perceptions ne semble pas toujours être directement liée à l'inflation effective mais à d'autres facteurs.

Cependant, l'évolution des prix de la composante « Alimentation et boissons non alcoolisées », semble avoir eu récemment une incidence très directe sur les perceptions d'inflation des consommateurs. En effet, les prix de cette division de l'IPCN ont fortement augmenté au cours des derniers mois et ces hausses ont été suivies de près par celles du niveau perçu de l'inflation. Ceci est confirmé par le fait que

GRAPHIQUE 13 :
PERCEPTIONS ET ANTICIPATIONS QUALITATIVES D'INFLATION DES CONSOMMATEURS DU LUXEMBOURG ET INFLATION OBSERVÉE



Sources : BCL et STATEC

les corrélations glissantes observées plus récemment tranchent nettement avec celles de la période antérieure et atteignent des niveaux records. La division « l'Alimentation et boissons non alcoolisées » ne représente que quelque 14% du panier de l'IPCN. Toutefois, l'incidence de la récente flambée de ces prix sur les perceptions a encore pu être amplifiée par la couverture médiatique très importante réservée à ces hausses. Les corrélations glissantes entre les perceptions qualitatives, d'une part, et l'IPCN et les produits pétroliers, d'autre part, ont aussi fortement progressé au cours de la période récente, sans pour autant atteindre le niveau observé pour la division « Alimentation et boissons non alcoolisées ». On peut conclure que les indicateurs de l'inflation effective expliquent bien les perceptions des consommateurs au cours de la période récente.

Sur l'ensemble de période couverte par notre enquête, depuis janvier 2002, les prix de la composante « Alimentation et boissons non alcoolisées », ont présenté une corrélation moins étroite (coefficient de corrélation de 0,41) avec les perceptions de l'inflation que l'IPCN global (coefficient de 0,57). La conclusion est la même pour les prix des produits pétroliers (coefficient de 0,40). En général, les variations annuelles des prix de « l'alimentation et (des) boissons non alcoolisées » et des « produits pétroliers » ont été corrélées aux perceptions d'inflation de manière largement similaire à l'IPCN global, ce qui tend à indiquer qu'elles ne sont

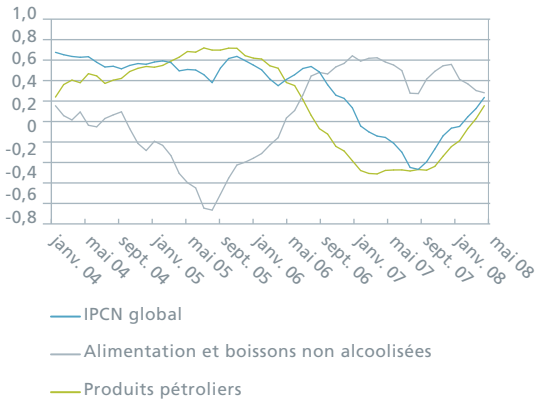
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

guère plus à même d'expliquer les perceptions des consommateurs que l'IPCN global.

Les corrélations glissantes sur deux années entre les anticipations d'inflation des consommateurs et l'IPCN global et les deux composantes ont été assez volatiles sur toute la période couverte par l'enquête auprès des consommateurs. Il n'est donc pas aisé de tirer des conclusions au sujet de la formation des anticipations par les consommateurs.

Le renforcement des perceptions et des anticipations d'inflation dans l'actuel contexte de hausses des prix des produits alimentaires et des produits pétroliers peut affecter l'économie. En effet, l'inflation élevée pourrait être l'une des raisons à l'origine de la baisse de la confiance des consommateurs au Luxembourg constatée ces derniers mois. Rappelons dans ce contexte qu'il y a une corrélation positive et significative entre la croissance de la consommation privée et la confiance des consommateurs.

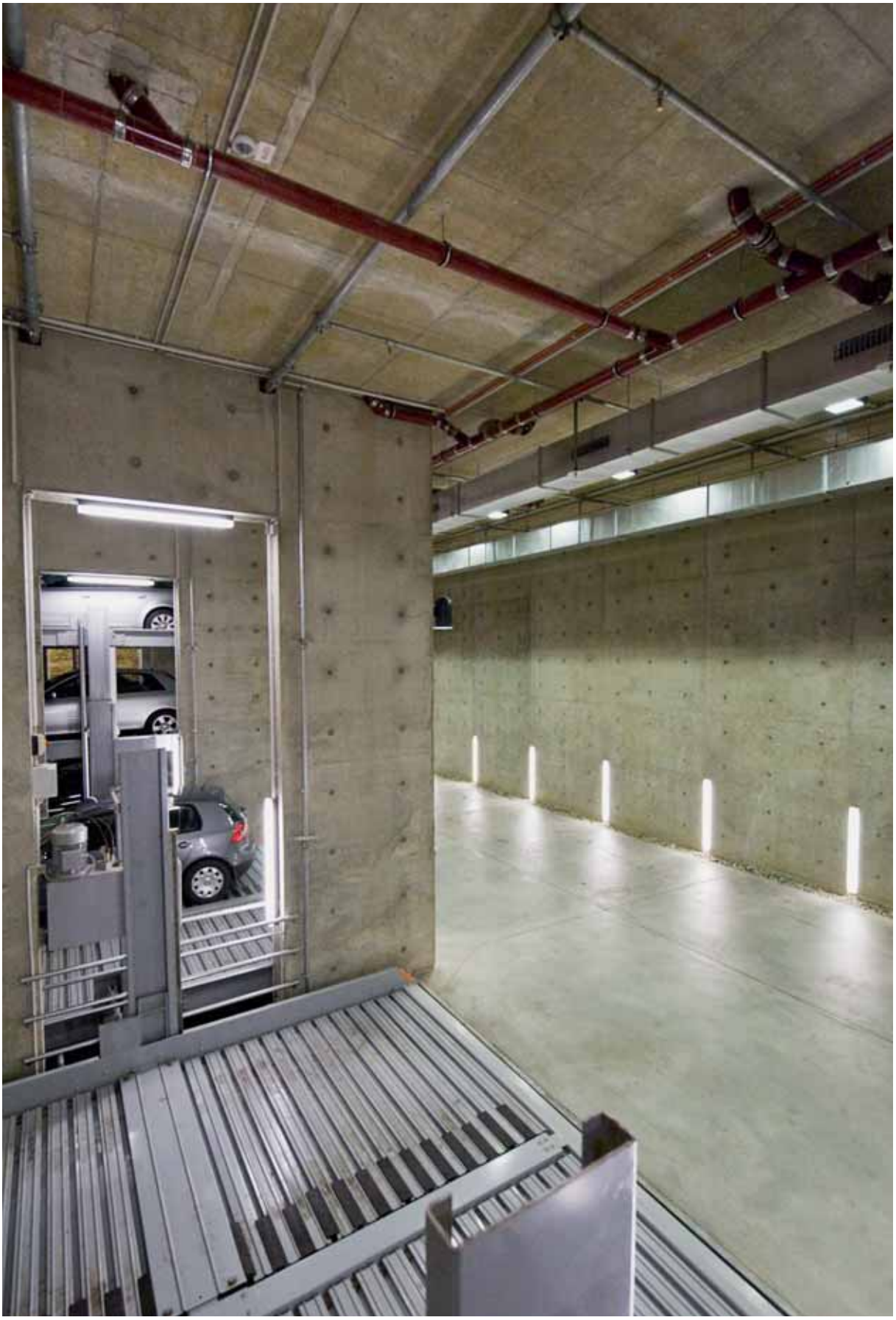
GRAPHIQUE 15 :
CORRÉLATION ENTRE LES ANTICIPATIONS QUALITATIVES DE L'INFLATION ET LES INDICATEURS DE L'INFLATION EFFECTIVE (COEFFICIENT DE CORRÉLATION SUR UN ÉCHANTILLON GLISSANT DE 2 ANS)



Sources : BCL et STATEC

GRAPHIQUE 14 :
CORRÉLATION ENTRE LES PERCEPTIONS QUALITATIVES DE L'INFLATION ET LES INDICATEURS DE L'INFLATION EFFECTIVE (COEFFICIENT DE CORRÉLATION SUR UN ÉCHANTILLON GLISSANT DE 2 ANS)

Sources : BCL et STATEC



1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Projections d'inflation

Hypothèses

Fin mai, l'euro cotait aux environs de 1,54 USD/EUR, soit un niveau nettement plus élevé que lors des projections datant de mars 2008[3]. Le prix du brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 126$/bl et les marchés à terme anticipent une stabilitsation du prix à ce niveau jusqu'en juin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar progresserait de 60% en 2008 par rapport à 2007. Au total, l'appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine depuis les projections de mars 2008 est insuffisante pour compenser l'envolée du prix du pétrole exprimé en dollar et les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont donc à nouveau été revues à la hausse, en moyenne de 26%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Les mesures fiscales du gouvernement demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent.

L'inflation à l'exclusion de l'énergie a récemment connu une évolution en ligne avec nos projections précédentes. Ainsi, en avril, l'IPCH à l'exclusion de l'énergie s'est établi à 2,9%, et l'IPCN à l'exclusion de l'énergie, avec un taux de 2,4%, s'est maintenu au niveau moyen observé au cours des mois précédents. Même si l'inflation ne s'est plus accélérée davantage récemment, elle persiste à des niveaux historiquement élevés.

Plusieurs facteurs militent pour une inflation à l'exclusion de l'énergie à un niveau élevé. Ainsi, suite à la forte hausse des prix des matières premières agricoles, telles que le blé et le lait, les prix à la consommation des biens alimentaires transformés ont connu un renchérissement sensible au cours des derniers mois. Même si les prix internationaux ont baissé par rapport à leurs sommets observés au tournant de l'année 2007/2008, il n'est pas dit que ces développements se répercuteront en une baisse des prix à la consommation. Les turbulences financières ont assombri le climat conjoncturel au Luxembourg. Par contre, la zone euro a fait preuve d'une résistance remarquable et, même si le tassement des indicateurs des enquêtes de conjoncture en début 2008 laisse entrevoir un fort ralentissement de la croissance au deuxième trimestre 2008, un effondrement persistant de la conjoncture n'est pas prévu. Ces développements sont propices aux effets indirects sur les prix à la consommation émanant de la forte hausse du prix du pétrole. La bonne tenue du marché du travail avec une croissance de l'emploi et une baisse du taux de chômage à 7,1% s'est aussi poursuivie, et, elle est de nature à entretenir l'accélération déjà perceptible des salaires dans la zone euro. Au Luxembourg par contre, les salaires pourraient se modérer en 2008 sous l'effet d'une moindre contribution de l'échelle mobile des salaires et d'un salaire minimum réel inchangé. Néanmoins, l'inflation des services s'est considérablement accélérée suite au paiement au mois de mars de la tranche indiciaire échue fin 2007. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accélérer en 2008. Selon les projections de l'Eurosystème, l'inflation dans la zone euro devrait s'établir entre 3,2% et 3,6% en 2008 et entre 1,8% et 3,0% en 2009 contre 2,1% en 2007. De plus, selon le Conseil des Gouverneurs, les risques en matière d'inflation sont clairement orientés à la hausse.

3 Voir BCL, Revue de stabilité financière 2008, pp. 17-18

TABLEAU 5 :
HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS D'INFLATION

	2006	2007	2008	08-T1	08-T2	08-T3	08-T4	09-T1	09-T2
Prix du pétrole (brent) en $	65,4	72,7	116,7	96,4	118,5	126	126	126	126
Taux de change $/€	1,26	1,37	1,54	1,50	1,55	1,54	1,54	1,54	1,54
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	1,4	43,7	45,1	49,6	49,4	32,9	26,9	7,0

Source : BCL

13
16
17
15
18

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 6 :
PRÉVISIONS D'INFLATION ET RÉVISIONS PAR RAPPORT AUX PRÉVISIONS PRÉCÉDENTES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL, RESPECTIVEMENT EN POINTS DE POURCENTAGE)

	2007	2008	2008-1er sem	2008-2e sem	2009-1er sem
IPCN	2,3	3,6 (0,6)	3,5 (0,3)	3,7 (1,0)	2,7
IPCN hors énergie	2,3	2,4 (-0,1)	2,4 (-0,1)	2,4 (-)	2,3
IPCH	2,7	4,5 (1,1)	4,4 (0,6)	4,6 (1,5)	3,3
IPCH énergie	2,7	16,9 (8,9)	16,2 (5,1)	17,5 (12,5)	7,3
IPCH hors énergie	2,7	2,8 (-)	2,9 (-)	2,8 (0,1)	2,7
Impact des mesures gouvernementales[1] sur l'IPCN, en pp	0,8	0,4			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,2	0,8			

Source : BCL

1 Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adapté afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp.38-39).

Résultats

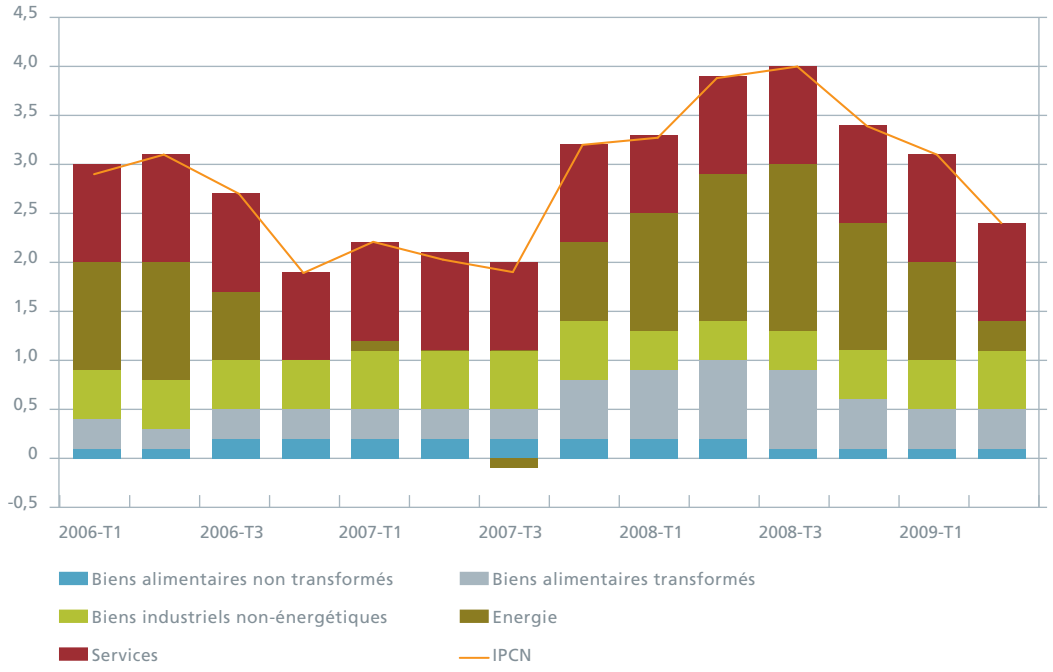
Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, la forte accélération de l'inflation des produits énergétiques depuis la mi-2007 pourrait avoir culminé en mai 2008. En revanche, la hausse des prix des produits énergétiques resterait supérieure à 15% jusqu'en octobre 2008 pour ralentir, d'abord autour des 10% en début 2009 et puis, étant donné l'hypothèse d'une quasi-stabilisation du prix du pétrole, autour de zéro vers la mi-2009. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale serait largement positive jusqu'au début de l'année 2009 et elle ne baisserait qu'au deuxième trimestre 2009, ceci quasi exclusivement suite à des effets de base favorables (voir graphique 16). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été fortement révisées à la hausse, les projections relatives à l'inflation de l'IPCH énergie l'ont été également, en moyenne de 7,8pp sur l'horizon de projection.

Le scénario anticipé dans nos projections antérieures pour l'inflation à l'exclusion de l'énergie demeure par contre largement inchangé, aussi bien pour la version IPCN que pour son pendant IPCH. L'inflation pourrait se maintenir aux niveaux actuels élevés jusqu'à la fin de l'année 2008 avec une légère baisse par la suite.

L'inflation mesurée par l'IPCN global s'est accélérée à 4,0% en mai. Des taux proches de 4% seraient atteints jusqu'à la fin du troisième trimestre 2008 en raison de la persistance d'une contribution très élevée en provenance des prix de l'énergie (voir graphique). Ce n'est que vers la fin du premier trimestre 2009, lorsque les effets liés au choc du prix du pétrole s'estomperont, qu'un ralentissement de l'inflation en-dessous de 3% serait possible.

Cette forte accélération de l'inflation globale a lieu en dépit du fait que l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait baisser en 2008 par rapport à 2007. D'une part, contrairement à ce qui s'est observé en 2007, les prix de l'électricité n'ont pas été ajustés en début d'année 2008. D'autre part, l'inflation des prix administrés à l'exclusion de l'électricité est également orientée à la baisse depuis quelques mois.

GRAPHIQUE 16 :
CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'IPCN[1]



Sources : STATEC, projections BCL

1 Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement de la tranche indiciaire échue fin 2007 a été reporté à mars 2008. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévue pour la mi-2008. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63$/bl, la hausse automatique des salaires serait postposée au 1er mars 2009, conformément à ces mêmes dispositions.

Analyse des risques

Sur base de la déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière, le gouvernement a réitéré sa volonté de freiner la hausse des prix administrés. L'étendue de nouvelles mesures demeure en revanche imprécise, aussi bien en termes de la couverture des services publics dont les tarifs seraient gelés que de l'horizon temporel. Ainsi, elles ne font pas partie du scénario de base, mais elles constituent un risque à la baisse pour les projections.

L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires ?

L'inflation s'est considérablement accélérée au cours des derniers mois. Alors que la variation annuelle de l'IPCN fluctuait autour de 2,0% vers la mi-2007, elle est passée à 4,0% en mai 2008. Ces développements rappellent ceux d'il y a quelques années, lorsque l'inflation s'était envolée de 1,0% en moyenne en 1999 à 3,7% en novembre 2000. Comme à l'époque, l'accélération de l'inflation de nos jours est en grande partie imputable à la hausse du prix du pétrole. La BCL avait alors mis en garde contre un éventuel auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires[4]. Cet encadré se propose de revenir sur cette thématique.

L'auto-allumage de l'inflation correspond à une situation où, dans une première étape, la hausse des prix à la consommation fait progresser les salaires via l'indexation automatique et, lors d'une deuxième étape, les entreprises répercutent cette hausse du coût salarial sur leur prix de vente, ramenant ainsi à l'origine de la boucle prix-salaires.

Dans une petite économie ouverte, comme celle du Luxembourg, qui importe plus de 50% de sa consommation privée, l'inflation est en grande partie déterminée par les développements des prix à l'extérieur. L'inflation importée, essentiellement des pays limitrophes, constitue donc une source inévitable des variations des prix à la consommation observées au Luxembourg. Mais, les facteurs domestiques, et notamment les conditions du marché de travail, peuvent également jouer un rôle important en cette matière.

Cet effet s'observe essentiellement à travers les prix des « Services », une composante purement domestique de l'indice des prix à la consommation. Les services se caractérisent aussi par leur forte intensité en main d'œuvre attribuant à l'évolution du coût salarial un rôle clé dans la détermination de leurs prix. Par conséquent, les prix des services manifesteront en premier les conséquences des hausses salariales en particulier celles imputables à l'indexation automatique des salaires. Ceci est à l'évidence le cas pour les prix de certains services qui sont indexés d'office sur l'évolution de l'échelle mobile des salaires.

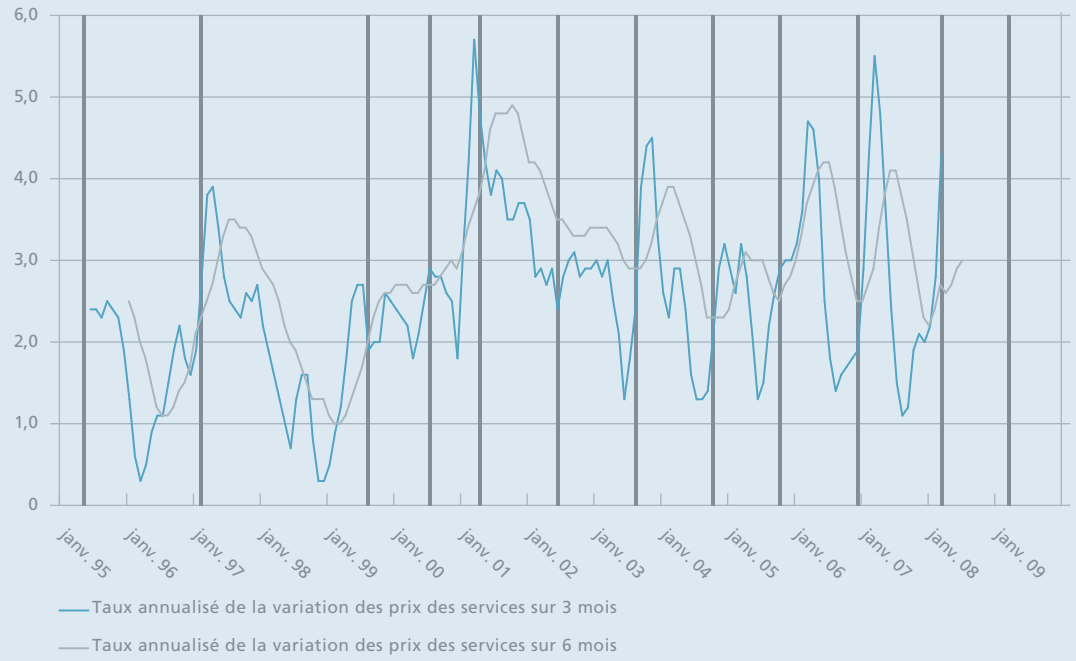
Les développements depuis 2001 semblent en accord avec l'analyse publiée à ce moment. Le graphique 17 montre que les prix des services avaient tendance à s'accélérer après le paiement d'une tranche indiciaire. Plus récemment, en mars 2008, le paiement de la tranche indiciaire a été suivi d'une progression de l'ordre de 1,0% des prix des services entre février et avril. Mais cette fois-ci, le processus s'est déjà déclenché au mois de mars. Contrairement aux années précédentes, il n'y a donc pas eu de décalage entre le paiement de la tranche indiciaire et l'accélération des prix des services. Le paiement effectif de la tranche indiciaire échue au mois de décembre 2007 a été reporté au mois de mars 2008, impliquant que, contrairement à l'ancien régime, le timing de la hausse des salaires ne constituait plus une surprise pour les prestataires de services. Ceux-ci pouvaient par conséquent ajuster suffisamment à l'avance leur politique de prix à l'évolution de leur coût salarial.

Le lien apparent entre l'évolution des prix des services d'une part et le mécanisme d'indexation des salaires d'autre part, se manifeste davantage sur le graphique 18. Il semble que la hausse des salaires imputable au mécanisme de l'indexation automatique des salaires agit comme une borne inférieure à l'évolution des prix des services. Depuis 2002, et hormis quelques périodes de deux mois, la progression de la cote d'application de l'échelle mobile des salaires est restée constante à 2,5%, ce qui a probablement empêché l'inflation des services de baisser en-dessous les 2,5%. De même, l'expérience des années 1996 et 1998 montre que si l'espacement entre le paiement de deux tranches indiciaires augmente, l'inflation des prix des services peut également baisser de manière plus conséquente, renforçant ainsi le processus du ralentissement de l'inflation globale.

Des outils économétriques ont été appliqués afin de quantifier l'effet de l'application d'une tranche indiciaire sur l'inflation globale. En utilisant des données mensuelles sur la période de janvier 1996 à mai 2008, une équation explique l'inflation mensuelle (corrigée

4 Voir BCL, Rapport Annuel 2000, pp.33-34

GRAPHIQUE 17 :
EVOLUTION DES PRIX DES SERVICES[1]

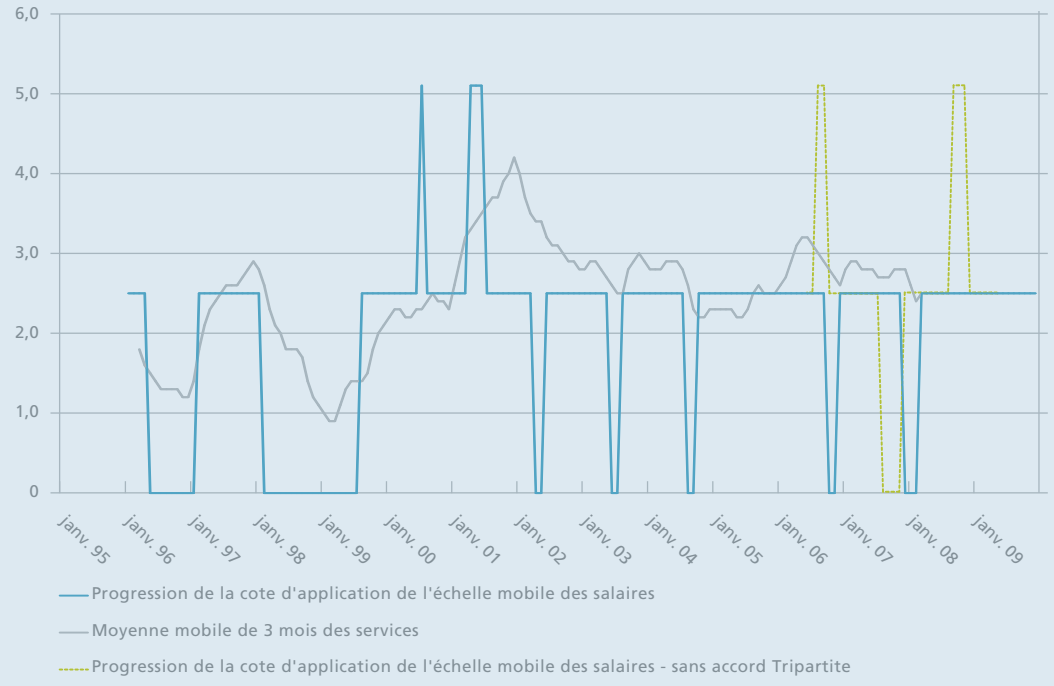


Sources: STATEC, calculs BCL

1 Les barres verticales indiquent les dates des hausses des salaires imputables au mécanisme d'indexation.
Les variations à court terme (inférieures à 12 mois) sont souvent présentées sous forme de taux annualisés. Ceux-ci indiquent le taux de croissance annuel moyen dans le cas où la dynamique à court terme se poursuivrait à un rythme inchangé pour le restant de l'année. Les taux de croissance intra-annuels - les variations à court terme - sont généralement très volatiles. D'où le choix de lisser les séries sous-jacentes à l'aide de moyennes mobiles, de respectivement 3 et 6 mois.

pour les variations saisonnières) par une variable indicatrice égale à l'unité lors des mois d'application de l'échelle mobile des salaires et égale à zéro pour les autres mois. La progression mensuelle du prix du pétrole (en euros) figure également dans l'équation avec un mois de retard. Les résultats obtenus sont statistiquement significatifs. Lors de l'application d'une tranche indiciaire, l'inflation mensuelle augmente de 0,18 point de pourcentage en moyenne, soit un taux annualisé de plus de 2,1%. L'effet d'une tranche indiciaire demeure statistiquement significatif après quatre mois et il est prolongé ultérieurement par l'inertie de l'inflation. L'impact cumulé sur douze mois représente une hausse supplémentaire de 0,42 point de pourcentage pour l'année entière. Il faut souligner que cette estimation représente seulement une borne inférieure, vu qu'elle repose entre autres sur l'hypothèse d'une seule tranche indiciaire dans l'année. De plus, cette

GRAPHIQUE 18 :
INDICE DES SERVICES ET ÉCHELLE MOBILES DES SALAIRES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)



Sources: STATEC, calculs BCL

analyse est limitée à l'impact à court terme d'une tranche indiciaire et ne considère pas les effets à long terme que peut avoir l'existence d'un mécanisme d'indexation lors des négociations salariales.

L'accord de la Tripartite de mai 2006 ayant trait à la modulation de l'indexation automatique des salaires a vraisemblablement contribué à temporiser cet effet de l'auto-allumage sur l'inflation globale. Le report du paiement des tranches indiciaires à des dates préétablies a assuré un espacement d'au moins 12 mois entre deux hausses automatiques des salaires permettant d'éviter, sur base annuelle, une superposition de deux tranches indiciaires, tel que cela aurait été le cas au troisième trimestre 2006 et le serait également vers la fin 2008 (ligne verte sur le graphique 18). Dans ce scénario hypothétique, l'inflation des prix des services aurait accéléré davantage à l'instar de ce qu'on a pu observer vers la fin 2001-début 2002, lorsqu'elle dépassait même les 4%.

A moins qu'un nouvel accord soit négocié ou que l'accord en vigueur soit reconduit, la modulation de l'indexation automatique des salaires se terminera fin 2009. Sur base des projections d'inflation actuelles, la superposition de deux hausses automatiques des salaires se présenterait à deux reprises en 2010 (voir aussi sous 1.2.10). Les salaires seraient augmentés en janvier ainsi qu'en juillet 2010 portant à 4,2pp la contribution de l'indexation automatique des salaires à la progression des salaires nominaux, la contribution la plus élevée depuis 1984. Ceci provoquerait une nouvelle accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie à travers une forte progression des prix des services, tandis que dans les pays limitrophes, cette composante de l'inflation pourrait baisser. Tel est en tout cas le scénario sous-jacent à nos projections macro-économiques qui se base sur l'hypothèse d'une politique gouvernementale inchangée.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle se sont accélérés en 2007 par rapport à 2006, une dynamique qui s'est également poursuivie au premier trimestre 2008. La hausse de 9% égale celle de 2004 et prolonge une période de progression moyenne supérieure à 7% pour la quatrième année consécutive. Comme lors des années précédentes, ce sont les prix des biens intermédiaires qui sont principalement à l'origine de cette envolée. Mais les prix de l'énergie et des biens d'équipement témoignent également de fortes hausses, voire d'accélérations. Seuls les prix à la consommation ont connu une évolution assez modeste.

Les facteurs à la base de cette inflation émanent de la hausse du prix du pétrole du côté des coûts et de la consommation robuste dans les économies émergentes du côté de la demande. Malgré le ralentissement international qui a été entamé au tournant de l'année 2007/2008, il semble que la demande en provenance de l'Asie du Sud-est, particulièrement accentuée sur les biens intermédiaires, n'en a guère été affectée.

Si les prix à la production des biens de consommation semblent à la traîne par rapport à d'autres catégories de biens, la sous-composante des prix des biens alimentaires s'en distingue en revanche nettement. Son taux d'inflation annuel s'est fortement accéléré, de 2% en début d'année 2007 à 13% en début d'année 2008, vraisemblablement dans le sillage du renchérissement sur les marchés internationaux des prix des matières premières agricoles comme le blé et le lait. Cette dynamique n'est pas restée sans conséquences pour les prix à la consommation (voir aussi sous 1.2.1.1).

Le profil des taux de variation annuels de l'indice global s'est infléchi au début de l'année 2007, et l'inflation est retombée autour de 7% au début de l'année 2008. Par contre, selon les enquêtes de conjoncture harmonisées, cette tendance baissière pourrait se renverser au cours des prochains mois. L'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix s'est notamment abruptement réorienté à la hausse depuis fin 2007, laissant présager une reprise de l'accélération de l'inflation (voir graphique).

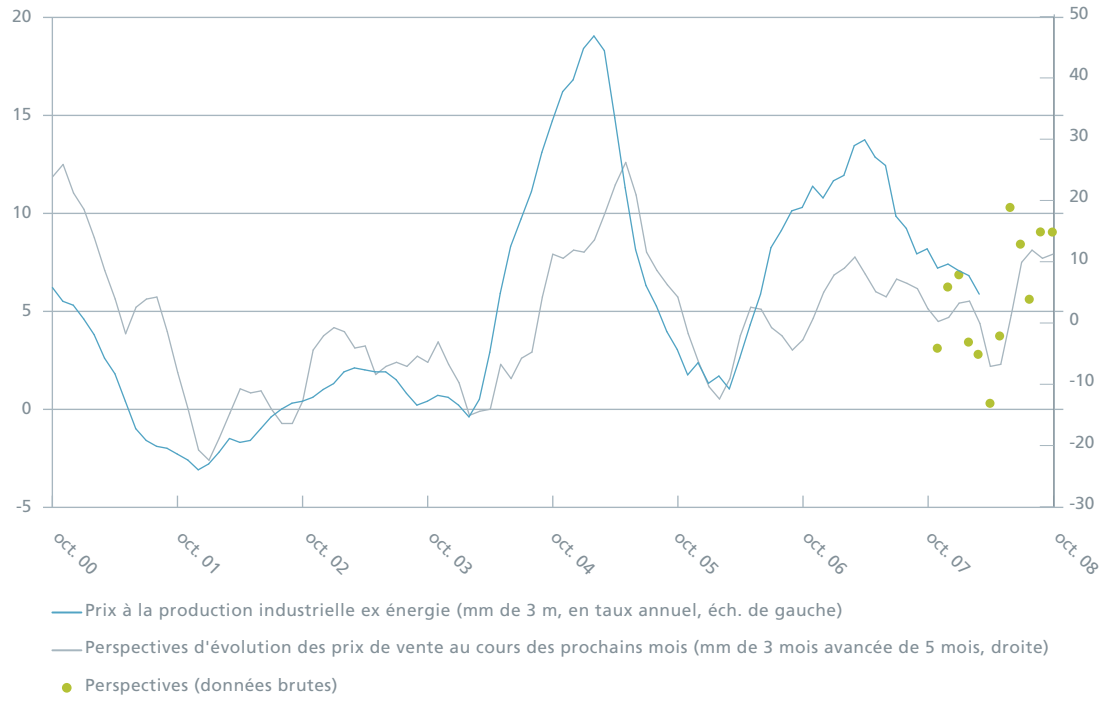
TABLEAU 7 :
PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)

	2006	2007	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Ensemble des produits industriels	7,7	9,0	2,4	-0,1	1,7	2,3
Biens intermédiaires	8,8	12,1	3,0	-0,6	0,3	3,9
Biens d'équipement	0,9	5,1	1,1	1,6	-0,2	2,7
Biens de consommation	1,2	0,6	0,8	-0,1	0,4	0,5
Energie	19,9	8,5	2,0	2,0	0,2	3,4

Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 19 :
PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE[1]



Sources : Eurostat, calculs BCL

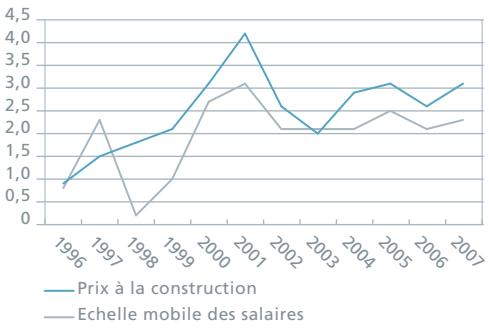
1 L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

1.2.1.3 Les prix à la construction

En 2007, les prix à la construction, qui recensent les tarifs pratiqués par les différents corps de métiers dans le bâtiment, se sont accélérés en moyenne de 3,1%. Cette évolution des prix reflète vraisemblablement davantage la variation du coût salarial que la position cyclique de la branche. Comme les prix des services[5] consommés par les ménages luxembourgeois, les prix à la construction sont probablement aussi largement déterminés par le coût salarial en raison de leur forte intensité en facteur travail. Ainsi, il n'est pas surprenant que l'inflation des prix à la construction n'arrive guère à baisser en-dessous la progression de l'échelle mobile des salaires.

5 Voir encadré « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires » aux pages 38-40.

GRAPHIQUE 20 :
PRIX À LA CONSTRUCTION



Source : STATEC

1.2.2 Les activités sectorielles

1.2.2.1 Industrie

Les indicateurs conjoncturels ont présenté un bilan mitigé pour l'industrie en 2007. La valeur de la production et le chiffre d'affaires affichent des taux de progression relativement confortables, quoiqu'en décélération par rapport à 2006. Mais cette performance tient avant tout à la forte hausse des prix à la production industrielle. La production par jour ouvrable, corrigée de l'évolution des prix, a stagné en 2007, ce qui l'amène nettement en-dessous de la croissance du secteur manufacturier dans la zone euro.

La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique des évolutions très hétérogènes dans les différentes branches. D'une part, grâce à la reprise de l'investissement des entreprises, la production des biens d'équipement affiche une hausse de plus de 10% en 2007. Mais les biens intermédiaires, la sidérurgie en particulier, sont passés par une période de stagnation. Les branches de l'énergie et des biens de consommation connaissent de leur côté des évolutions nettement moins favorables avec des baisses de leur volume d'activité de respectivement 4,3% et 6,3%.

Dans son ensemble et ceci depuis la mi-2006, l'évolution de l'activité économique dans l'industrie s'est avérée nettement inférieure à ce qu'avaient laissé préfigurer les enquêtes de conjoncture (voir graphique 21). Les enquêtes n'ont cessé de signaler une croissance au-dessus de la moyenne historique alors que la production effective a évolué nettement en-dessous de son régime normal.

L'indicateur de confiance basé sur les enquêtes mensuelles de conjoncture avait atteint son sommet en février 2007 pour décélérer par la suite. Cependant, même si les chefs d'entreprises ont légèrement tempéré leur optimisme, l'indicateur s'est maintenu au-delà de la moyenne historique tout au long de l'année 2007 ainsi qu'au début de l'année 2008. Ceci pourrait indiquer que l'activité de l'économie réelle a été à ce stade peu affectée par les turbulences observées sur les marchés financiers. Les enquêtes trimestrielles confirment le scénario d'un sentiment de confiance certes robuste, mais en manque de nouvelles impulsions. Ainsi, le niveau de l'utilisation des capacités de production s'est récemment établi à 86% contre 89% vers la mi-2007 et la production assurée en nombre de mois n'a guère bougé, passant de 4,3 mois au tournant de l'année 2007/2008 à 4,2 mois au deuxième trimestre 2008. En revanche, au mois d'avril, les perspectives de croissance se sont nettement assombries dans les pays voisions selon les enquêtes de conjoncture et ceci dans tous les secteurs recensés. Ceci n'est pas de bon augure pour l'activité économique, aussi bien dans la zone euro qu'au Luxembourg.

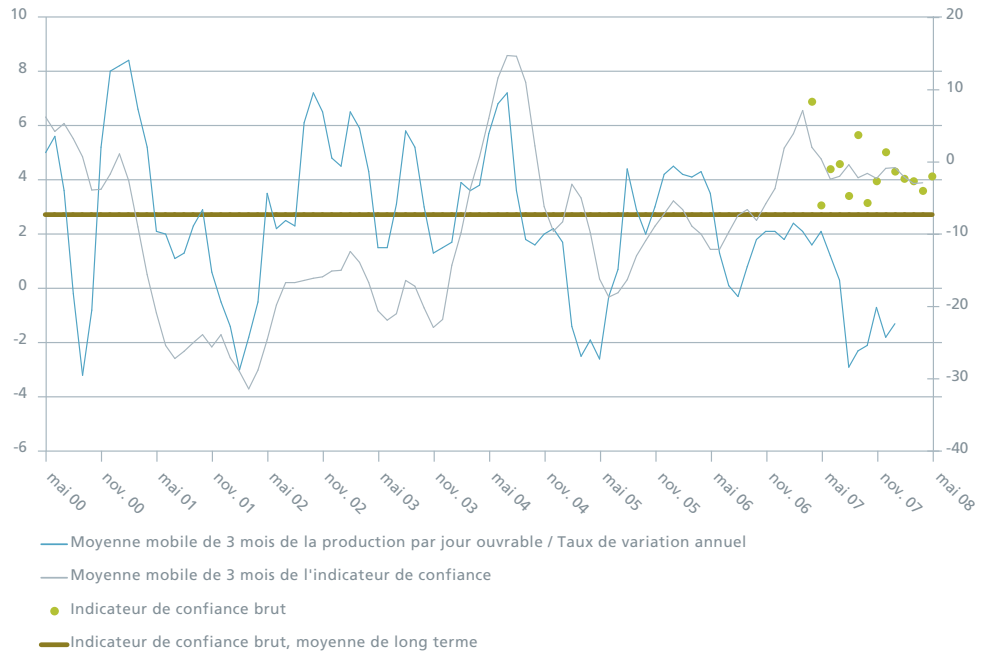
TABLEAU 8 :
INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)

	2006	2007	2007-T1	2007-T2	2007-T3	2007-T4
Valeur de la production	9,7	7,1	9,5	9,0	3,8	6,0
Chiffre d'affaires	14,7	4,9	7,9	8,1	4,8	-0,9
Production par jour ouvrable	2,4	0,3	2,4	2,1	-2,9	-0,7
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,3	0,4	1,1	1,5	-0,9	-0,1
Biens intermédiaires (ppjo)	6,1	1,1	8,3	5,3	-5,5	-3,8
Biens d'équipement (ppjo)	1,3	12,2	12,8	10,0	16,7	9,9
Biens de consommation (ppjo)	-4,3	-6,3	-4,0	-3,4	-9,6	-8,1
Energie (ppjo)	-1,5	-4,3	-16,9	-15,1	6,8	14,3

Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 21 :
INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE1[1]



Sources : Eurostat, calculs BCL

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

TABLEAU 9 :
INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2006	2007	2007-T1	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,7	25,3	11,6	-1,8	-5,1	-
Production par jour ouvrable -Total	2,5	1,4	13,0	1,6	-3,2	-4,4	-
Production par jour ouvrable -Bâtiment	2,3	0,3	9,8	-0,3	-3,9	-3,4	-
Production par jour ouvrable -Génie civil	3,2	5,7	28,8	9,0	-0,3	-8,4	-
Permis de bâtir[2]	-5,9	12,1	-6,5	37,2	-9,4	25,5	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	22,3	22,0	21,9	22,0	12,2
Crédits immobiliers accordés à des ménages – nouveaux contrats	9,4	19,4	14,4	18,4	-0,4	43,5	16,7
Taux hypothécaires	4,1	4,7	4,6	4,6	4,9	4,9	4,9

Sources : STATEC, BCL

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

1.2.2.2 Construction

Le bilan 2007 du secteur de la construction se présente légèrement meilleur que celui de l'industrie. Le chiffre d'affaires affiche une modeste accélération de son taux de croissance à 5,7% tandis que la production par jour ouvrable, bien qu'en décélération, progresse de 1,4%. La dynamique de la croissance du secteur repose en revanche largement sur le génie civil. Les données disponibles, mais sujettes à révisions, signalent en effet une quasi-stagnation de l'activité dans la branche du bâtiment. Pourtant, les indicateurs précurseurs ne sont pas vraiment orientés à la baisse. L'évolution des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents, aussi bien les nouveaux contrats que les encours, atteste d'une accélération en 2007 et d'un dynamisme robuste en début d'année 2008. Les efforts pour contrarier la hausse des prix immobiliers à travers un agrandissement du parc des logements se sont poursuivis en 2007. Le nombre des permis de bâtir pour les logements s'est établi à 4500 unités en moyenne au cours des trois dernières années, ce qui tranche nettement avec les années précédentes. Bien que cette évolution soit de bon augure pour l'activité du secteur au cours des prochains trimestres, il reste à voir si la hausse des autorisations se concrétise à terme par une augmentation de l'activité de construction et donc du nombre de logements.

Les taux hypothécaires ont notamment progressé de 4,1% en moyenne en 2006 à 4,9% en début d'année 2008, ce qui risque d'atténuer la demande. La hausse des charges mensuelles sur prêts à taux variables pèsera sur l'achat et la construction de logements par certains ménages et ceci d'autant plus que les indicateurs traduisant les difficultés d'accès au logement ont déjà atteint des niveaux historiquement élevés[6]. Sur une note plus rassurante, les problèmes apparus dans le marché monétaire depuis le deuxième semestre 2007, - le taux Euribor à 3 mois s'étant écarté considérablement et de manière persistante du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement - n'ont à ce stade pas affecté les taux hypothécaires. Dans le cadre de l'enquête de la BCL sur la distribution du crédit, les banques commerciales ne signalent pas non plus un durcissement des conditions financières pour les ménages. En revanche, un assouplissement des conditions d'attribution de crédits n'est guère envisageable non plus, puisque les banques ont déjà agi en ce sens par le passé dans le cadre de la forte hausse des prix immobiliers.

1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

Les différentes branches du commerce ont présenté un bilan globalement positif en 2007. Le commerce de gros et le commerce de détail ont maintenu leurs taux de progression élevés de l'an 2006. En revanche, l'évolution du chiffre d'affaires dans le commerce de détail est à nuancer à l'aune de l'impact disproportionné engendré par les ventes par correspondance. Ces ventes ont gagné en ampleur au cours des années récentes et exercent un impact favorable sur les recettes fiscales. Par contre, elles ne sont guère le reflet de la consommation privée des ménages résidents, mais elles attestent davantage de l'intérêt croissant du consommateur européen pour le commerce électronique. Corrigé de cet effet, les ventes du commerce de détail auraient certes connu une hausse de 3,8% en 2007, mais néanmoins en décélération par rapport aux 5,4% affichés en 2006. Le chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile s'est replié en 2007 tandis que les immatriculations de voitures sont passées par une année de modeste hausse. En tenant compte du bémol pour le commerce de détail, ces résultats témoignent donc plutôt d'un comportement attentiste des consommateurs étant donné les fondements macroéconomiques très favorables. La croissance de l'emploi s'est considérablement accélérée et la dynamique des salaires a été à la hauteur de l'année 2006. Finalement, le chiffre d'affaires s'est accéléré dans l'hôtellerie et les restaurants, témoignant vraisemblablement d'un nombre accru de visites de touristes attirés par les manifestations organisées dans le cadre de « Luxembourg et Grande-Région: Capital Européenne de la culture 2007».

6 Voir l'encadré «Evolution des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg » dans Bulletin BCL 2007/1, pp.37-40

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 10 :
IMMATRICULATIONS DE VOITURES ET CHIFFRE D'AFFAIRES DANS DIFFÉRENTS SECTEURS (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2006	2007	2007-T1	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	1,4	-8,7	5,4	11,4	-6,5
Commerce - total	11,0	9,5	8,2	3,3	9,0	16,6	--
Commerce et réparation automobile	5,6	-3,1	-2,5	-8,3	-0,3	-0,5	--
Commerce de gros	10,7	10,1	7,9	4,4	9,9	22,3	--
Commerce de détail	17,1	19,6	19,3	12,5	14,9	25,6	--
Hôtels et restaurants	1,8	3,4	1,7	3,3	3,9	6,4	--
Transport - total	8,6	-0,9	-3,6	15,5	-5,3	-7,1	--
Postes et télécommunications	13,8	7,5	5,8	2,9	3,8	21,2	--
Activités informatiques	68,8	-58,2	-41,6	-64,3	-67,8	-59,4	--
Services fournis principalement aux entreprises	12,0	13,0	15,0	7,9	24,2	7,9	--

Source : STATEC

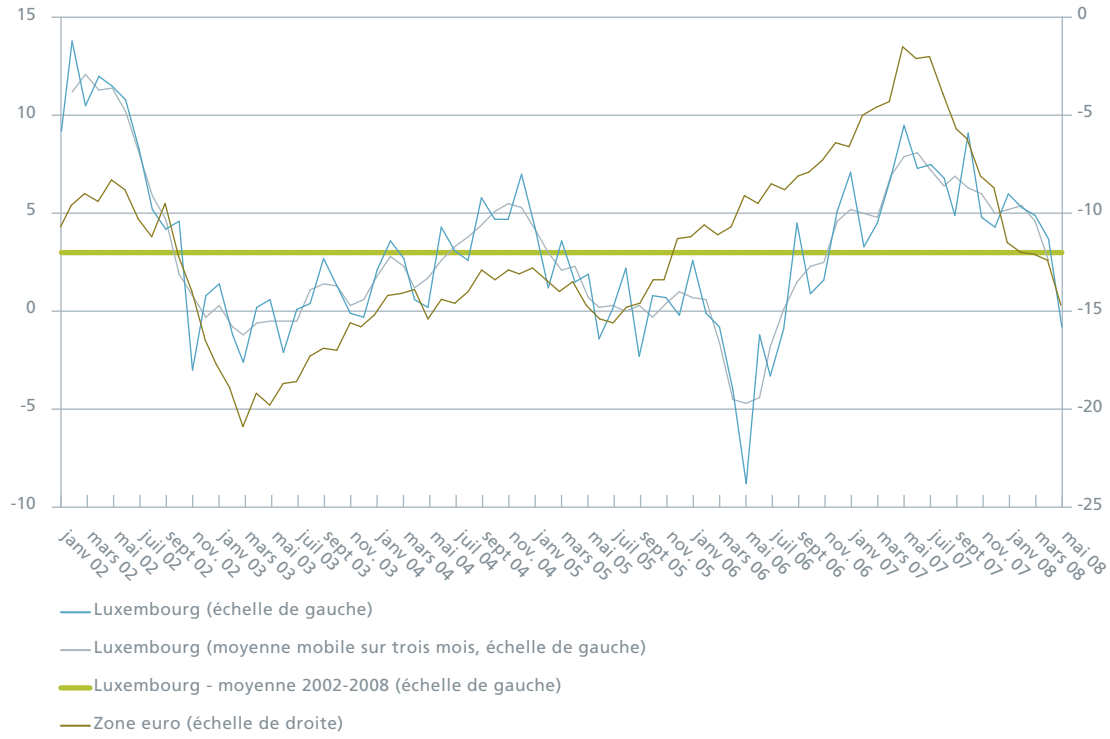
Le cycle des activités dans les autres secteurs de services est largement dépendant de la demande des secteurs phares de l'économie, à savoir l'industrie et les services financiers. En revanche, les différentes branches n'affichent guère des dynamiques synchronisées. Ainsi, en 2007, l'évolution du chiffre d'affaires rend compte d'une accélération des activités dans les services aux entreprises, d'une décélération dans les postes et télécommunications, d'une stagnation dans les transports ainsi que d'un repli marqué dans les activités informatiques.

1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Les perspectives relatives à la situation économique générale et au chômage ont poussé la confiance des consommateurs[7] du Luxembourg à la hausse à partir de la mi-2006. La confiance a ainsi pu atteindre un niveau particulièrement élevé vers la mi-2007. Cependant, cette forte tendance haussière s'est inversée à partir de l'été 2007. Cet affaiblissement progressif de la confiance des consommateurs résidents au Luxembourg paraît être lié aux turbulences sur les marchés financiers et à la hausse de l'inflation. La confiance des consommateurs a moins reculé au Luxembourg depuis l'été 2007 que dans l'ensemble de la zone euro.

7 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.

GRAPHIQUE 22 :
INDICATEURS DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)



Sources : BCL, Commission européenne

En ce qui concerne l'évolution des composantes de l'indicateur de confiance depuis la mi-2007, il convient de noter que les ménages sont devenus nettement plus pessimistes au sujet des perspectives relatives à la situation économique générale du Luxembourg ce qui est sans doute lié aux retombées anticipées des turbulences financières observées depuis août 2007.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 11 :
INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS DU LUXEMBOURG ET SES COMPOSANTES (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
2006	mai	-9	-21	43	-9	38
	juin	-1	-12	37	-2	46
	juillet	-3	-13	36	-4	39
	août	-1	-9	34	-1	40
	septembre	5	2	31	0	47
	octobre	1	-8	31	0	42
	novembre	2	-6	31	3	40
	décembre	5	-6	26	2	50
2007	janvier	7	1	25	0	52
	février	3	-6	28	2	46
	mars	5	1	25	1	41
	avril	7	0	22	3	47
	mai	9	5	18	3	48
	juin	7	2	22	2	47
	juillet	7	3	19	4	42
	août	7	0	21	1	47
	septembre	5	-7	22	-2	50
	octobre	9	1	20	4	52
	novembre	5	-8	15	-1	44
	décembre	4	-8	16	-1	41
2008	janvier	6	-7	19	0	50
	février	5	-11	19	1	51
	mars	5	-11	15	-1	47
	avril	4	-17	13	-2	47
	mai	-1	-20	19	-9	45

Source : BCL

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.

1.2.4 La croissance économique

La première estimation des comptes nationaux annuels pour 2007, devenue disponible à la mi-mai, dresse l'image d'une nette décélération de la croissance durant l'année sous revue. Après 5,0% et 6,1% d'augmentation du PIB respectivement en 2005 et en 2006, la croissance n'atteint plus que 4,5% en 2007.

Cette décélération est essentiellement due à une évolution moins dynamique des exportations de biens et services. Tandis que les exportations de services se sont néanmoins encore développées de manière relativement favorable, les exportations de biens ont carrément baissé, même si ce ne fut que de manière limitée (-0,6%). Dans le cas des services comme des biens, il faut admettre qu'en 2006, les deux agrégats avaient réalisés des taux de progressions particulièrement élevés ; par conséquent, l'évolution relative moins dynamique en 2007 peut en partie être considérée comme une normalisation par rapport à la croissance exceptionnelle de l'année précédente. Du côté des importations, tandis que les achats de biens à l'étranger se seraient établis exactement au même niveau que l'année précédente, les importations de services, par opposition aux exportations, ont encore accéléré en 2007, de sorte que la balance des services s'est détériorée.

La consommation finale n'a que relativement peu contribué à la croissance, son impact correspondant à celui recensé en 2006, tout en étant relativement faible en comparaison historique. La formation brute de capital fixe, quant à elle, a été particulièrement dynamique, contribuant à elle seule 2,8 p. p. à la croissance. Les contributions respectives des exportations et des importations de biens sont pratiquement neutres (-0,2 et 0,0%), de sorte que l'impact des exportations nettes (1,9 p.p.) résulte quasi-exclusivement de l'échange international de services.

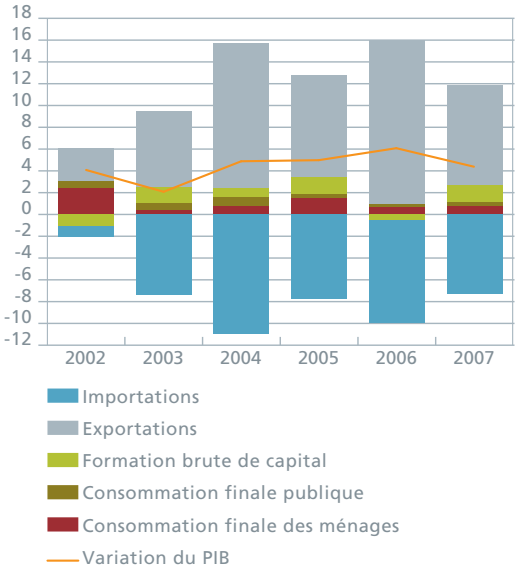
TABLEAU 12 : COMPTES NATIONAUX ANNUELS

	TAUX DE VARIATION ANNUELS						CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB (en p. p.)					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dépense de consommation finale	5,5	2,0	3,0	3,3	2,1	2,1	3,2	1,2	1,7	1,9	1,1	1,1
Dépense de consommation finale des ménages	5,7	0,7	1,9	3,6	1,7	2,1	2,3	0,3	0,7	1,4	0,6	0,7
Dépense de consommation finale des ISBLSM	9,3	10,2	6,8	6,4	10,2	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0
Dépense de consommation finale des Admin. Publiques	4,6	4,4	5,1	2,4	2,1	2,4	0,7	0,7	0,8	0,4	0,3	0,4
Formation brute de capital	-4,4	6,2	4,2	7,3	-2,3	8,0	-1,1	1,4	0,9	1,6	-0,5	1,5
dont : Formation brute de capital fixe	5,5	2,4	2,1	2,1	3,1	15,2	1,2	0,5	0,5	0,4	0,6	2,8
Exportations de biens et de services	2,1	5,0	9,8	6,3	9,6	5,5	3,0	7,0	13,3	9,3	15,0	9,2
Exportations de biens	2,4	2,3	8,4	-1,5	10,1	-0,6	1,0	0,9	3,1	-0,6	4,0	-0,2
Exportations de services	1,9	6,0	10,4	9,2	9,4	7,4	2,0	6,1	10,1	9,9	11,0	9,4
Importations de biens et de services	0,8	6,1	9,7	6,1	7,2	5,3	-1,0	-7,4	-11,0	-7,8	-9,5	-7,3
Importations de biens	-1,4	4,2	6,8	0,9	9,1	0,0	0,8	-2,1	-3,2	-0,5	-4,6	0,0
Importations de services	2,4	7,5	11,7	9,7	6,0	8,3	-1,8	-5,3	-7,7	-7,3	-4,9	-7,3
Produit intérieur brut	4,1	2,1	4,9	5,0	6,1	4,5						
Déflateur du PIB	2,1	5,0	1,7	4,2	6,2	2,2						
Emploi salarié	3,4	1,9	2,4	3,0	4,0	4,4						
Emploi total	3,2	1,8	2,2	2,9	3,7	4,2						
Rémunération moyenne par salarié	3,1	2,2	3,9	3,8	4,5	3,5						
Productivité du travail	0,8	0,3	2,6	2,1	2,3	0,3						
Coût unitaire du travail	2,2	1,9	1,3	1,7	2,2	3,2						
Marge de profit	-0,1	3,1	0,4	2,5	4,1	-1,0						

Source : STATEC, calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 23 :
CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTS AGRÉGATS À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL

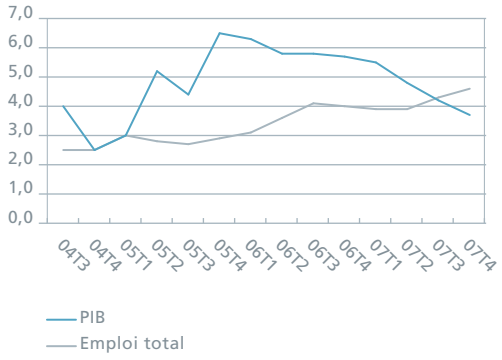


Sources : STATEC, calculs BCL

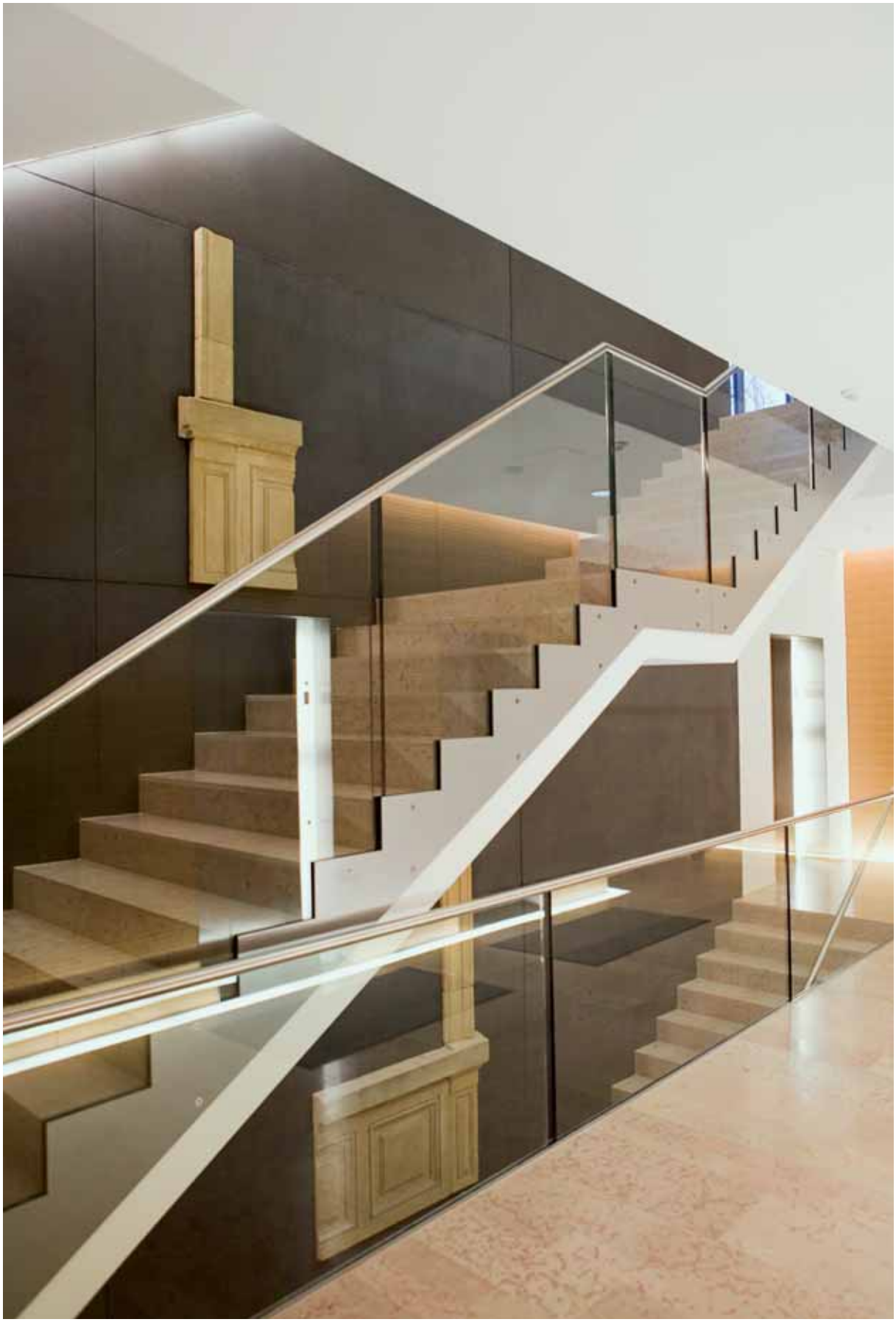
Dans ce contexte de décélération de la croissance économique, la création d'emplois a continué à accélérer. Ainsi, l'emploi salarié progresse de 4,4%, ce qui représente la plus forte croissance depuis 2001. Cette évolution semble en ligne avec le développement souvent observé lors d'un ralentissement cyclique de la croissance, à savoir que l'emploi continue d'abord à se développer de manière favorable et n'imite ce ralentissement qu'avec un certain délai. Ceci se traduit alors en une diminution mécanique ou bien au moins un ralentissement de la productivité. Celle-ci s'est en effet développée de manière particulièrement faible en 2007 (+0,3%), après 3 années de progression assez favorable. Comme la rémunération moyenne par salarié n'a que peu ralenti (de 4,5 à 3,5%), les coûts unitaires du travail (CSU) ont accéléré de 2,2% en 2006 à 3,2% en 2007.Cette accélération des CSU, combinée à la faible progression du déflateur du PIB mènent à la première baisse de la marge de profit depuis 2002 (-1%).

Les chiffres trimestriels de la comptabilité nationale situent la décélération du PIB déjà à partir du premier trimestre 2006, qui s'est ensuite renforcée en 2007 (graphique 24). L'emploi, qui a réagi avec retard à la reprise observée en 2005, a accéléré ensuite au cours de 2006, pour maintenir ce rythme de croissance au début de 2007 et puis accélérer à nouveau pendant la seconde moitié de 2007. Au 4ème trimestre, la progression annuelle de l'emploi a ainsi dépassé celle du PIB. De manière rétrospective, la progression de la productivité du travail au cours des deux dernières années est en déclin constant pour aboutir à une baisse de la productivité en fin 2007. De manière prospective, un scénario de stabilisation, voire de ralentissement cyclique de la croissance économique débouchera dès lors en un net ralentissement de la création d'emploi, afin d'assurer une évolution plus soutenable de la productivité du travail.

GRAPHIQUE 24 :
PIB ET EMPLOI TOTAL (VAR. ANNUELLE EN %, DONNÉES TRIMESTRIELLES)



Source : STATEC



Estimations de l'écart de production et de la croissance potentielle

Cet encadré fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production et de la croissance potentielle publiés dans le rapport annuel 2006. Il est bien connu que ces estimations sont sujettes à des importantes révisions, surtout pour les observations les plus récentes. Afin de limiter ce problème de fiabilité réduite, les séries sont prolongées jusqu'en 2010 à l'aide des résultats du dernier exercice de prévision.

Par rapport aux estimations publiées en juin 2007, il est maintenant clair à travers les nouveaux résultats que la production était inférieure à son niveau potentiel pendant la période 2003-2005 (écart négatif pour l'ensemble des méthodes). Par contre, pour l'année 2006 toutes les méthodes trouvaient un écart négatif en juin 2007, mais avec les nouvelles données l'écart de production en 2006 est positif pour cinq des six méthodes considérées. Ce changement est en partie le résultat des nouvelles données de comptabilité nationale publiées en octobre 2007. Celles-ci ont augmentée la croissance du PIB en 2004 et 2005 de plus de un point de pourcentage. Maintenant, l'écart en 2006 est négatif seulement pour le modèle Apel-Jansson (-2,4%). Ceci s'explique par le fait que cette méthode prend en compte les fluctuations du chômage pour identifier la partie cyclique de la production. Par conséquent, la hausse du chômage de 2001 à 2006 se traduit par l'apparition d'un écart négatif plus important selon cette méthode, qui commence à être résorbé seulement en 2006.

Pour l'année 2007, la situation est inchangée par rapport à 2006 selon une méthode (filtre HP), se détériore selon trois méthodes (de 0,5% du PIB), et s'améliore selon les autres deux (entre 0,2% et 1,1% du PIB). Pour les années qui suivent, les projections anticipent un ralentissement en 2008 et une reprise graduelle en 2009-2010, ce qui implique un écart négatif pour cinq des six méthodes. L'approche par la fonction de production est moins pessimiste sur l'horizon de prévision, et ceci en partie grâce à la diminution récente du chômage et aux anticipations d'une progression soutenue des investissements en capital fixe.

Ces estimations (et spécialement celles pour les périodes courantes ou futures) sont entourées d'une incertitude importante, comme le rappelle l'ampleur des révisions intervenues depuis la dernière publication en juin 2007. Notons que le niveau du PIB a été également révisé de plus de 1% dans chacun des années 2003-2007. Par conséquent, selon la tendance linéaire l'écart de production a augmenté entre un et deux points de pourcentage sur les années 2004-2007. L'écart estimé pour l'année 2003 a été révisé vers le bas pour quatre des six méthodes (par presque deux points de pourcentage pour le modèle de Kuttner). Pour les années 2004-2007 les révisions sont presque toujours positives (écart négatif moins important, ou écart positif plus important). L'approche par la fonction de production affiche les révisions les plus réduites en valeur absolue (fiabilité plus élevée). Les méthodes univariés, qui se limitent à analyser l'évolution du PIB, ont subi les révisions les plus importantes en valeur absolu. En particulier, la tendance linéaire se révèle la méthode la moins fiable (sujette aux plus grandes révisions).

Les estimations de la croissance potentielle ont généralement subi une légère révision vers le haut. Pour la tendance linéaire, le taux de croissance potentielle reste à 5,0%. Pour les autres méthodes, la moyenne de la croissance potentielle depuis 1981 a augmenté de 0,1 point de pourcentage en trois cas. La moyenne depuis 2001 a augmenté de 0,2 à 0,8 point de pourcentage. La croissance potentielle semble ainsi rester dans la fourchette 4% à 5% pour l'horizon de prévision 2008-2010 (avec la possible exception du modèle Apel-Jansson). Toutefois, il faut rappeler que les résultats pour la période de projection sont à interpréter avec une précaution particulière.

TABLEAU 13 :
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					
2003	23,97	-0,9%	-1,2%	-0,3%	-0,6%	-1,0%	-1,9%
2004	25,14	-1,0%	-1,0%	-0,4%	-0,6%	-2,3%	-1,5%
2005	26,40	-1,0%	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-2,9%	-0,9%
2006	28,02	0,1%	1,0%	0,6%	0,7%	-2,4%	0,7%
2007	29,27	-0,4%	1,0%	0,3%	0,3%	-1,4%	0,9%
2008	30,22	-2,1%	-0,2%	-1,1%	-1,2%	-0,4%	0,0%
2009	31,43	-3,1%	-0,6%	-2,0%	-2,0%	-0,9%	-0,1%
2010	32,81	-3,7%	-0,7%	-2,5%	-2,5%	-0,2%	0,3%
	Révisions	Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2007					
2003	1,0%	0,2%	-0,2%	0,5%	-1,7%	-0,9%	-0,2%
2004	2,2%	1,4%	0,8%	1,6%	-0,8%	1,2%	0,7%
2005	3,2%	2,3%	1,6%	1,9%	0,3%	1,7%	1,4%
2006	3,2%	2,2%	1,4%	1,8%	2,0%	1,5%	1,2%
2007	2,6%	1,7%	0,8%	0,9%	1,8%	0,7%	0,6%
	Croissance du PIB réel	Estimations de la croissance potentielle					
2003	2,1%	5,0%	4,7%	4,4%	4,9%	5,1%	4,6%
2004	4,9%	5,0%	4,6%	4,9%	4,9%	6,2%	4,4%
2005	5,0%	5,0%	4,6%	5,0%	4,9%	5,7%	4,4%
2006	6,1%	5,0%	4,5%	5,1%	4,9%	5,6%	4,5%
2007	4,5%	5,0%	4,5%	4,9%	4,9%	3,5%	4,3%
2008	3,2%	5,0%	4,5%	4,7%	4,9%	2,1%	4,2%
2009	4,0%	5,0%	4,4%	4,9%	4,8%	4,6%	4,1%
2010	4,4%	5,0%	4,4%	4,9%	4,8%	3,6%	4,0%
	Moyenne croissance réelle	Moyenne croissance potentielle					
1981-2006	4,8%	,0%	4,8%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%
2001-2006	4,1%	5,0%	4,7%	4,7%	4,9%	5,1%	4,7%

Sources : calculs BCL, données STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.5 Le secteur financier

La crise de l'immobilier américain s'est nettement propagée au secteur financier à l'échelle mondiale, empruntant deux canaux majeurs; d'une part, elle a directement affecté les établissements engagés dans les crédits immobiliers aux Etats-Unis ou détenant des valeurs mobilières représentant des créances titrisées; d'autre part, elle a agi indirectement par la baisse importante des indices boursiers observée surtout au cours du dernier trimestre de l'année 2007.

Ainsi, le secteur financier luxembourgeois, à l'instar de celui d'autres pays, a vécu une année mouvementée, marquée par de vifs contrastes tant en ce qui concerne les résultats des établissements de crédit qu'en ce qui concerne le développement de l'industrie des organismes de placement collectif. Alors que le premier semestre de l'année sous revue s'est parfaitement inscrit dans le prolongement des développements observés au cours de l'année 2006, avec des taux de croissance importants pour les indicateurs majeurs de la place financière (tels que l'emploi, les résultats des banques ou encore la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif), le second semestre témoigne d'un net revirement de tendance. Celui-ci, pour l'instant du moins, n'a épargné que l'emploi du secteur financier.

L'impact de cette dégradation sur la place financière est indéniable. Toutefois, il importe de mentionner qu'elle ne se répercute pas de manière uniforme sur les différents indicateurs.

La valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, quant à elle, affiche un taux de croissance annuel de 11,6% par rapport à fin 2006, nettement inférieur à ceux observés en 2005 et 2006. L'emploi dans le secteur bancaire s'est accru de 1.387 unités au cours de l'année 2007, soit un taux de croissance de 5,6%, en léger recul par rapport au taux de 6,6% observé en 2006. La somme de bilan des banques a augmenté de 9% pour s'élever à 915 448 millions d'euros au 31 décembre 2007. Par contre les résultats nets des établissements de crédit affichent une baisse importante, nettement supérieure à celle observée en 2002 à la suite des turbulences sur les marchés financiers initiées début 2001 et amplifiées par les attentats de septembre 2001. En effet, le résultat net est en baisse de 35,8% par rapport à 2006. A noter dans ce contexte que la baisse se limite à 23,7% si on neutralise les plus-values non récurrentes de 904 millions d'euros réalisées en 2006. La baisse significative du résultat net des établissements de crédit s'explique essentiellement, voire exclusivement, par l'importance des corrections de valeur et provisions que les établissements de crédit luxembourgeois ont dû constituer pour couvrir les risques.

Finalement, la poursuite de l'incertitude sur les principales bourses mondiales ainsi que le ralentissement économique important aux Etats-Unis qui commence à affecter également d'autres économies, font qu'une dégradation supplémentaire n'est plus à écarter en 2008.

1.2.5.1 Le bilan des établissements de crédit

A l'exception du mois de décembre 2007, au cours duquel la somme des bilans des banques a reculé de 25 296 millions d'euros, une dynamique de croissance du volume des activités pratiquement ininterrompue depuis 2003 peut être observée. Ainsi, entre le 31 décembre 2006 et le 31 décembre 2007, la somme des bilans des banques a augmenté de 75 883 millions d'euros, soit 9,0% pour atteindre à un encours 915 448 millions d'euros. Le premier trimestre 2008 ne déroge pas à la règle puisqu'entre le 31 décembre 2007 et le 31 mars 2008, cette hausse a atteint 2,6%. Ainsi, la somme des bilans des banques luxembourgeoises se chiffre à 939 299 millions d'euros à la fin du premier trimestre 2008. La progression de l'activité concerne en premier lieu les créances et les dettes aussi bien interbancaires qu'en provenance ou à destination de la clientèle non bancaire.

Il convient de mentionner que malgré l'introduction des normes IAS / IFRS pour toutes les banques luxembourgeoises, les crédits (72,0% de la somme de bilan) et les dépôts (82,9% de la somme de bilan) demeurent exprimés à leur valeur nominale dans les rapports statistiques de la BCL. Par contre, au niveau des titres détenus ou émis le changement des normes comptables a évidemment un impact sur l'évolution des encours. En effet, alors qu'auparavant seule une petite partie des titres étaient évalués au prix de marché, l'application des normes IAS/IFRS implique que la majorité des titres sont maintenant évalués à la juste valeur. Finalement, il importe également de mentionner que les nouvelles normes comptables exigent la comptabilisation des produits dérivés au bilan

TABLEAU 14 :
PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS POSTES DE L'ACTIF DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION (ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				[1] Poids relatif
Actifs	2006/12	2007/12	2008/03	2006/12 - 2007/12		2007/12 - 2008/03		2008/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	417 943	455 682	471 086	37 739	9,0	15 404	3,4	50,2
Créances sur la clientèle	161 250	195 350	204 367	34 100	21,1	9 017	4,6	21,8
Portefeuille titres	233 602	236 700	230 632	3 098	1,3	-6 068	-2,6	24,6
Autres actifs	26 770	27 717	32 214	946	3,5	5 497	18,8	3,5
Total de l'actif	839 565	915 448	939 299	75 883	9,0	23 851	2,6	100,0

Source: BCL
1. Poids relatif par rapport au total des actifs

et non plus au hors-bilan comme cela était encore le cas en 2007. Dans la mesure où le reporting statistique utilisé par la Banque centrale du Luxembourg, prévoit que la comptabilisation de ces positions se fasse sous les rubriques des autres actifs et des autres passifs, ces rubriques sont sujet à un certain gonflement durant le premier trimestre 2008.

A l'actif, un accroissement en volume de 37 739 millions d'euros (9,0%) des créances interbancaires entre fin décembre 2006 et fin décembre 2007 a pu être observé. Celles-ci ont encore progressé de 15 404 millions d'euros (3,4%) au cours des trois premiers mois de l'année 2008, pour atteindre 471 086 millions d'euros au 31 mars 2008. A cette date, le financement d'autres banques représentait près de la moitié (50,2%) de l'activité des banques luxembourgeoises.

Le poste des créances sur la clientèle a affiché une croissance annuelle de 34 100 millions d'euros (21,1%), passant de 161 250 millions d'euros fin 2006 à 195 350 millions d'euros fin 2007. Au cours du premier trimestre de l'année en cours, elles ont progressé de 4,6% pour atteindre 204 367 millions d'euros au 31 mars 2008.

Alors que la valeur du portefeuille titres avait légèrement augmenté au cours de l'année 2007 (1,3%), les chiffres du premier trimestre 2008 reflètent d'une part, l'impact d'une évolution moins favorable sur les marchés boursiers puisque le volume des portefeuilles de titres a diminué de 6 068 millions d'euros (-2,6%) et d'autre part l'application des nouvelles méthodes d'évaluation. De même au passif, une baisse des dettes représentées par un titre à hauteur de 12,2%, survenue au premier trimestre (11 394 millions d'euros) s'observe; partie de celle-ci peut être mise en relation avec l'application des nouvelles normes comptables, en raison de l'application de la juste valeur.

Sur le volet d'actif, après avoir crû modestement de 946 millions d'euros (3,5%) au cours de l'année 2007, le poste des autres actifs a nettement progressé de 5 497 millions d'euros (19,8%) au premier trimestre 2008, en raison notamment de la migration des normes comptables de LuxGAAP vers IFRS / IAS. Finalement, il ressort qu'au 31 mars 2008, le poids relatif des autres actifs a atteint 3,5% tandis que celui des autres passifs s'établissait à 8,6%. Compte tenu des éléments exposés, les parts relatives de ces deux postes devraient progresser de manière assez forte dans les mois à venir.

Au passif du bilan la majeure partie de la hausse du volume d'activités provient du refinancement interbancaire;

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

après une hausse de 14,9% (57 710 millions d'euros) au cours de l'année 2007, ce poste a progressé de 4,5% (20 179 millions d'euros) au cours du premier trimestre 2008. En termes relatifs, près de la moitié (49,4%) du passif des banques luxembourgeoises est constitué de dettes interbancaires.

Les dettes vis à vis de la clientèle non-bancaire, qui représentent la seconde source de financement la plus importante avec 33,3% des passifs, n'ont progressé que de 2,9% sur l'ensemble de l'année 2007, puis de 2,4% au cours du premier trimestre de l'année 2008.

Après une année 2007 marquée par une croissance mesurée de 3,9%, l'encours de dettes représentées par un titre s'est fortement contracté de 12,2% au premier trimestre 2008. Il atteignait 82 180 millions d'euros en fin de période.

En revanche, l'encours des autres passifs a connu une hausse qui est en ligne avec l'accroissement de la somme des bilans des banques avec 9,3% (6 166 millions d'euros) au cours de l'année 2007. La hausse encore plus remarquable de 10,8% sur les trois premiers mois de l'année 2008 (7 854 millions d'euros) est largement imputable aux effets de la migration de la comptabilité bancaire vers les normes IAS/IFRS. Au 31 mars, ce poste représentait un encours de 80 651 millions d'euros.

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

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				[1] Poids relatif
Passifs	2006/12	2007/12	2008/03	2006/12 - 2007/12		2007/12 - 2008/03		2008/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	386 088	443 797	463 976	57 710	14,9	20 179	4,5	49,4
Dettes envers la clientèle	296 803	305 279	312 492	8 476	2,9	7 212	2,4	33,3
Dettes représentées par un titre	90 043	93 574	82 180	3 531	3,9	-11 394	-12,2	8,7
Autres passifs	66 631	72 797	80 651	6 166	9,3	7 854	10,8	8,6
Total du passif	839 565	915 448	939 299	75 883	9,0	23 851	2,6	100,0

Source: BCL

1 Poids relatif par rapport au total des passifs

Finalement, on remarque une croissance de 9 428 millions d'euros (1,0%) par rapport au 31 mars 2008, la tendance pour avril 2008 confirme le renforcement de la somme de bilans observé au premier trimestre 2008.

Faut-il craindre un rationnement du crédit au Luxembourg ?

1. Introduction

La crise des prêts hypothécaires à risques (dits « subprime »), apparue sur le marché du crédit immobilier américain en décembre 2005, s'est peu à peu propagée à l'ensemble du système financier américain. Elle est aussi à l'origine des turbulences observées sur les marchés financiers du Luxembourg et de la zone euro depuis août 2007. Dans ce contexte, il convient de s'interroger sur la possibilité d'un rationnement du crédit au Luxembourg, à l'instar de celui qui est actuellement observé aux Etats-Unis. Cet encadré discute d'une part les différentes définitions du rationnement du crédit. D'autre part, il exploite les informations issues des statistiques bilantaires des banques, de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit dans la zone euro réalisée au Luxembourg et des indicateurs de performance du secteur bancaire pour voir dans quelle mesure des signes de rationnement du crédit peuvent être observés au Luxembourg.

2. Une multitude de définitions

Il n'existe pas de définition unique du rationnement du crédit, qui fasse l'unanimité. Pour Bernanke et Lown[8], le rationnement du crédit correspond à un changement significatif dans l'offre de prêts bancaires, à taux d'intérêt réel et qualité des emprunteurs potentiels constants. Pour Owens and Schreft[9] , le rationnement du crédit s'apparente à une période de soudains rationnements non tarifaires (c'est à dire non liés à une augmentation de primes de risque). Cette dernière définition rejoint celle de Green et Oh[10]. Ces derniers qualifient également le rationnement du crédit de situation d'inefficience caractérisée par des emprunteurs solvables ne pouvant obtenir de crédits – ou ne pouvant en obtenir à des conditions raisonnables ; et des prêteurs montrant une prudence excessive.

Une définition plus étroite du rationnement du crédit repose sur une situation marquée par l'érosion des fonds propres des banques, ce qui les force à entamer un processus de désendettement afin de maintenir leurs ratios de solvabilité aux niveaux réglementaires. Aussi, les banques sont dans l'incapacité de fournir des crédits, et ce quel que soit le prix qu'elles chargent ou la notation attribuée à l'emprunteur. Dans ce cas, on parle aussi de « rationnement du capital[11] ».

Enfin, suivant une définition plus large, l'origine du rationnement du crédit peut provenir non seulement du bilan des banques (érosion des fonds propres), mais aussi de problèmes dans le bilan des emprunteurs (solvabilité détériorée). De manière plus générale, le rationnement du crédit peut être dû à une asymétrie d'information entre les prêteurs et les emprunteurs. Dans un tel cas, les banquiers ne disposent généralement que d'une information réduite par rapport aux emprunteurs ; ou, dit autrement, les emprunteurs ont une meilleure connaissance de leur solvabilité que les banquiers. En conséquence, ces derniers sont dans l'incapacité de quantifier correctement les risques encourus par les prêteurs et donc, sont moins prompts à accorder des crédits[12].

Notons aussi que le rationnement du crédit peut intervenir à différents niveaux. Il peut avoir lieu sur le marché interbancaire, mais aussi au niveau des crédits que les banques allouent aux tiers. Ces derniers représentent les agents économiques non bancaires, qu'il s'agisse des sociétés non financières (SNF) ou des ménages par exemple. En outre, le rationnement du crédit peut toucher un segment seulement du marché (comme le marché immobilier par exemple), ou une catégorie particulière des emprunteurs.

8 Bernanke and Lown (1991) "The Credit Crunch", Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1991, No. 2, pp. 205-247.
9 Owens and Schreft (1995) "Identifying Credit Crun ches", Contemporary Economic Policy, April, Vol. 13, No. 2, pp. 63-76.
10 Green et Oh (1991) "Can a 'Credit Crunch' Be Effi cient? ", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 15, No. 4, pp. 3-17.
11 Voir Peek and Rosengren (1995) "The Capital Crunch: Neither a Borrower nor a Lender Be", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 27, No. 3, pp. 625-638.
12 Voir par exemple Stiglitz et Weiss (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.

Dans la suite, nous utiliserons, sauf mention contraire, la définition suivante : le rationnement du crédit se manifeste avant tout au niveau de l'offre et inclut les situations dans lesquelles : les banques renforcent de manière significative et non-tarifaire les critères d'octroi des crédits ; les banques se couvrent en introduisant des contraintes supplémentaires dans les termes des contrats de prêts ; ou, lorsque le niveau élevé de l'incertitude se traduit par des probabilités de défaut des emprunteurs particulièrement élevées et donc par un coût d'utilisation du capital plus élevé. Nous nous intéresserons en particulier à la possibilité d'occurrence d'un rationnement du crédit des établissements de crédit luxembourgeois et destinés aux SNF et aux ménages du monde entier.

3. Les dernières statistiques bilantaires montrent que l'évolution des crédits est dynamique au Luxembourg…

Au 31 décembre 2007, les établissements de crédits luxembourgeois détenaient un total de 77 702 millions d'euros de créances – sous forme de crédits - sur les SNF. Ce dernier chiffre s'inscrit en progression de 13 742 millions d'euros (soit +21,5%) par rapport à décembre 2006. La contribution la plus importante en termes nominaux vient des SNF situées dans les autres pays de la zone euro. Les crédits destinés à ces dernières ont progressé de 6 135 millions d'euros sur un an (soit +18,6%). Les crédits destinés aux SNF implantées dans le reste du monde – hors zone euro - ont augmenté de 4 337 millions d'euros (soit +19,5%). Enfin, les crédits destinés aux SNF situées au Luxembourg ont progressé de 3 270 millions d'euros entre décembre 2006 et décembre 2007, enregistrant une hausse de 37,8%. Les dernières données disponibles pour le mois d'avril 2008 montrent que la croissance sur 12 mois des crédits destinés aux entreprises établies dans la zone euro (hors Luxembourg) a poursuivi sa progression, atteignant +24,3%. La croissance des crédits à destination des entreprises implantées au Luxembourg est apparue en revanche plus volatile. Elle s'est établie à +37,7% en avril, après +19,9% en mars, +35,7% en février et +28,5% en janvier. En somme, l'encours des crédits accordés aux SNF de la zone euro a progressé de 27,2% sur 12 mois.

Les dernières évolutions des crédits accordés aux ménages sont plus contrastées. Au 31 décembre 2007, l'encours des crédits qui leur sont destinés s'élevait à 34 251 millions d'euros et, enregistrait une hausse de 10% sur un an. Les crédits accordés aux résidents luxembourgeois et du reste du monde (hors zone euro) progressaient de respectivement 19,7% et 17,2%. Ceux destinés aux ménages de la zone euro (hors Luxembourg) enregistraient quant à eux un recul de 4%, à 11 642 millions d'euros. Au cours des quatre premiers mois de l'année 2008, la progression des crédits accordés aux résidents luxembourgeois a progressé à des rythmes annuels compris entre 10,3% et 11,5%. L'encours des crédits destinés aux résidents européens (hors Luxembourg) s'est pour sa part inscrit en retrait sur un an tout au long du premier trimestre 2008. Au total, l'encours des crédits accordés aux ménages de la zone euro a progressé de 3,1% en avril.

4. … tandis que les banques interrogées en avril signalent un durcissement des critères d'octroi des crédits aux entreprises !

Les résultats de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit dans la zone euro réalisée au Luxembourg indiquent que depuis le troisième trimestre 2007, les banques ont en moyenne durci les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises. Le durcissement a été d'autant plus important pour les grandes entreprises. Il devrait en outre se poursuivre au second trimestre. Ces résultats sont à considérer avec précaution, le lien entre les critères d'octroi et le taux de croissance annuel des prêts aux SNF n'étant pas toujours évident. Entre les troisièmes trimestres 2005 et 2006 par exemple, le durcissement des critères d'attribution qui ressortait de l'enquête bancaire coïncidait avec une nette accélération de la progression annuelle des crédits.

5. Les indicateurs de performances bancaires sont plus que satisfaisants

Les indicateurs de performance du secteur bancaire ne permettent pas d'envisager non plus que les banques établies au Luxembourg rationnent le crédit pour des raisons liées à leur position en fonds propres (rationnement du capital). Le ratio de solvabilité moyen des banques continue d'évoluer largement au-dessus du minimum requis (8%), même s'il a reculé quelque peu en 2007 à 14,2% (après 14,9% en 2006). La rentabilité des actifs, qui mesure la productivité des banques en termes de revenus générés par rapport au total de la somme des bilans, s'est quelque peu réduite en 2007, après quatre années de raffermissement. Elle s'est établie à 0,68% (après 0,79% en 2006). La rentabilité du capital, qui correspond au ratio entre les revenus et le

capital souscrit libéré, s'est également réduite en 2007 à 47,0%, après 55,6% en 2006. Enfin, le ratio de liquidité, soit le rapport entre les actifs liquides et le passif exigible, reste largement au-dessus de la norme prudentielle de 30%. En 2007, ce ratio était de 63,3%.

6. Les emprunteurs restent globalement solvables.

Enfin, si on adopte une définition plus large du rationnement du crédit, alors, il convient aussi de s'interroger sur la solvabilité des emprunteurs. La détérioration des finances de ces derniers pouvant être à l'origine d'un rationnement du crédit, au même titre que la dégradation du bilan des banques émettrices (voir définition large du rationnement du crédit). Les résultats de la dernière enquête bancaire suggèrent qu'un rationnement du crédit, s'il avait lieu au Luxembourg, affecterait en premier lieu les entreprises ayant un degré de bonité inférieur. De plus, compte-tenu des évolutions récentes dans les critères d'octroi des crédits, il apparaît que les grandes entreprises sont particulièrement vulnérables. En revanche, en l'absence de données de prêts bancaires accordés aux entreprises ventilées par branche d'activité, il est impossible de tirer des conclusions sur les secteurs d'activité susceptibles d'être plus touchés. Les ménages, pour leur part, ont largement été protégés des évolutions défavorables sur les marchés financiers. A moyen terme, il n'y a aucune raison que cet état de fait change.

7. Conclusion

In fine, l'expansion des crédits s'est poursuivie au premier trimestre 2008. L'offre totale des crédits aux SNF et aux ménages émanant des établissements luxembourgeois n'a donc pas été affectée par les turbulences financières apparues à la mi-2007. A ce stade, il n'y a aucun signe indiquant que les établissements de crédits luxembourgeois ont entrepris de rationner les crédits accordés tant aux entreprises qu'aux ménages.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.5.2 Les taux d'intérêt des banques

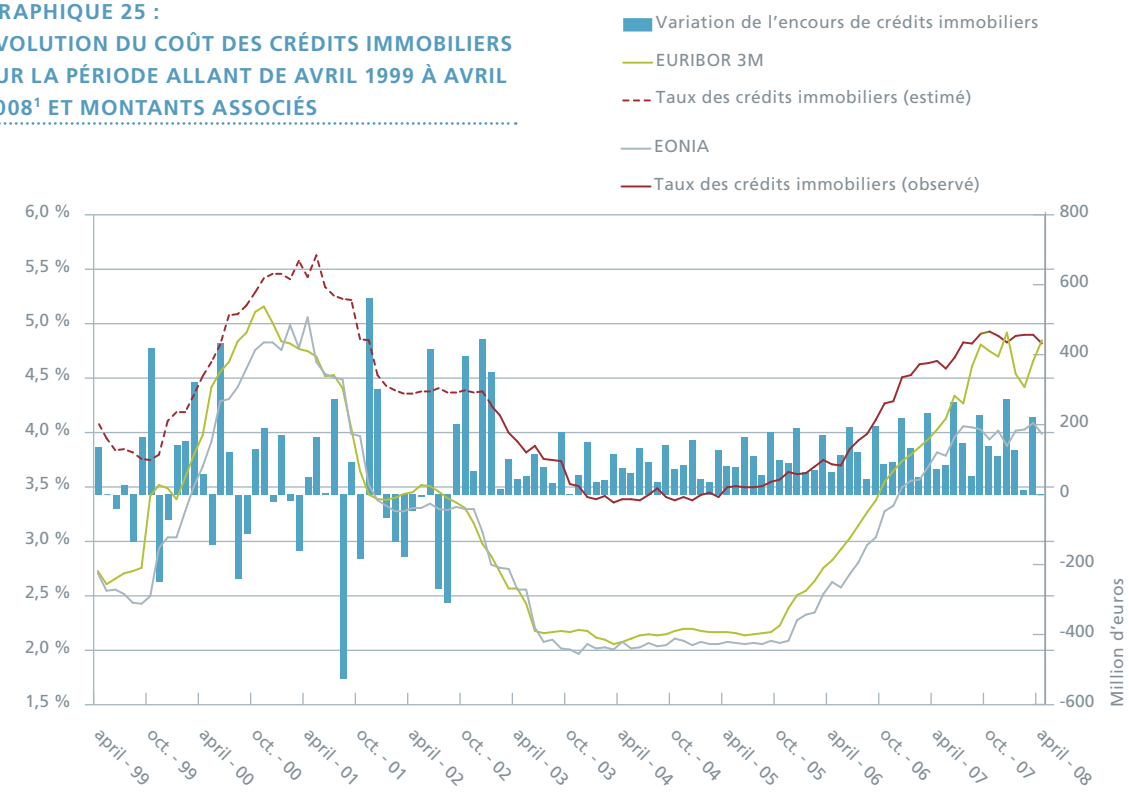
Après avoir progressé de manière ininterrompue depuis décembre 2005, le coût des crédits offerts par les banques luxembourgeoises aux ménages de la zone euro s'est stabilisé dès le second semestre 2007. A l'inverse, les conditions de financement offertes aux sociétés non-financières se sont durcies jusqu'en fin d'année 2007, pour ensuite se détendre au premier trimestre 2008.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro, après avoir progressé de manière assez rapide entre décembre 2006 (4,51%) et juillet 2007 (4,83%), a évolué entre 4,82% et 4,93% durant le second semestre 2007. Il est resté relativement stable au premier trimestre de l'année 2008, passant de 4,89% en janvier à 4,90% en mars, pour ensuite redescendre à 4,82%.

Les perturbations observées sur les marchés monétaires et obligataires depuis l'été 2007, qui se traduisent par une déformation de la courbe des taux (et une décorrélation assez nette des taux interbancaires avec le taux de refinancement de l'Eurosystème/l'EONIA), sont restés sans effet sur les taux des crédits immobiliers. Ces derniers demeurent indexés de manière assez forte au taux au jour le jour, lui-même lié aux taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Le niveau actuel des taux des crédits immobiliers demeure inférieur à ceux observés en 2000 et 2001.

Parallèlement, le montant des crédits immobiliers accordés au Luxembourg est en progression tendancielle depuis le début de la décennie. Durant la période allant du premier trimestre 2001 au dernier trimestre 2005 cette hausse pouvait être expliquée à la fois par des conditions

GRAPHIQUE 25 :
EVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS IMMOBILIERS SUR LA PÉRIODE ALLANT DE AVRIL 1999 À AVRIL 2008[1] ET MONTANTS ASSOCIÉS



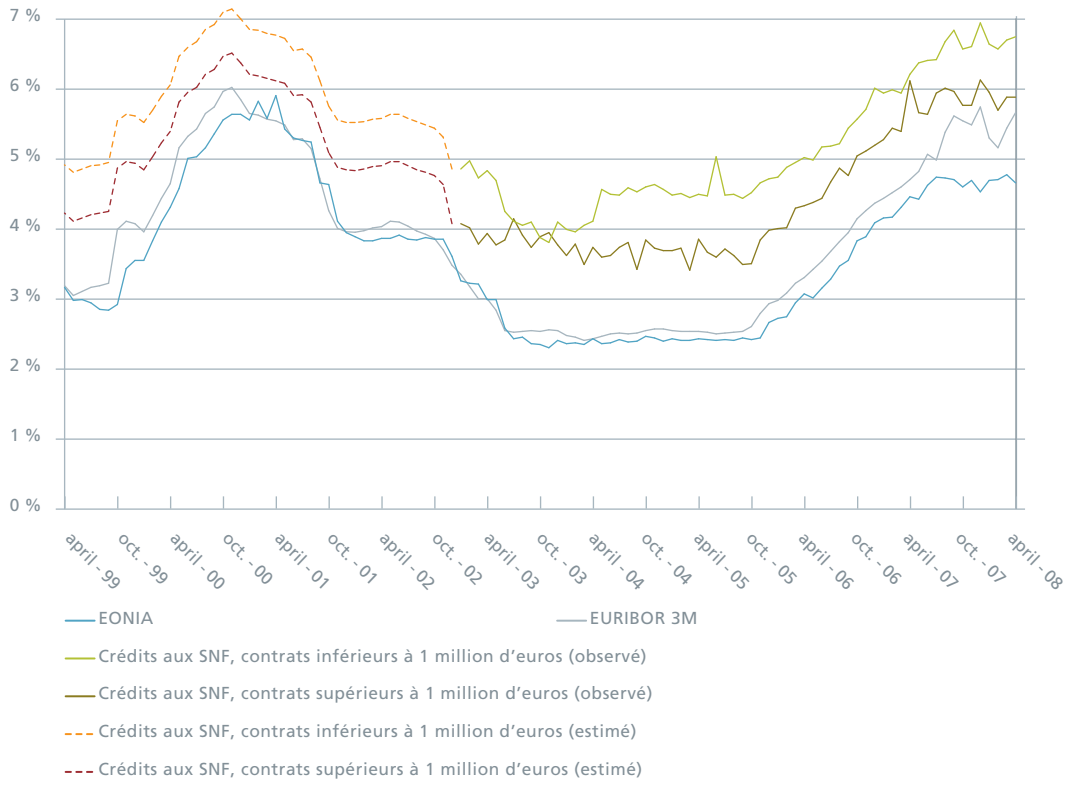
Source : BCL

1 La série relative aux taux des crédits immobiliers pour les périodes antérieures à janvier 2003 a été es timée à l'aide d'une régression linéaire du taux des crédits immobiliers pour la période 2003 – 2008 sur le taux EONIA, pour la même période

favorables offertes aux emprunteurs et par une progression continue des prix des biens à financer. Depuis le début de l'année 2006 l'environnement macroéconomique a considérablement évolué (hausse du coût de financement), mais les prix ont continué leur progression (+8% pour les appartements et +13% pour les maisons entre fin 2004 et fin 2006[13]). En outre, malgré cette situation, les banques luxembourgeoises n'anticipent qu'un léger durcissement des critères d'octroi pour les mois à venir.
La situation observable sur les crédits aux sociétés non-financières (SNF) est très différente de celle observée au niveau des crédits immobiliers. Ainsi, les taux des crédits aux SNF sont indexés sur ceux du marché interbancaire (en particulier sur l'EURIBOR 3 mois) et non directement sur le taux de refinancement de l'Eurosystème. Par ailleurs, l'enquête relative à l'allocation de crédits par les banques (BLS) souligne que les contraintes liées à l'équilibre du bilan conduisent à un durcissement des critères d'octroie. Les perturbations observées sur les taux interbancaires se traduisent par une grande volatilité des taux des crédits aux SNF, en particulier dans le cas des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros.

13 Chiffres fournis par l'observatoire de l'habitat basés sur les offres publiées, note n°8, juin 2007.

GRAPHIQUE 26 :
ÉVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS AUX SNF SUR LA PÉRIODE ALLANT DE AVRIL 1999 À AVRIL 2008[1]

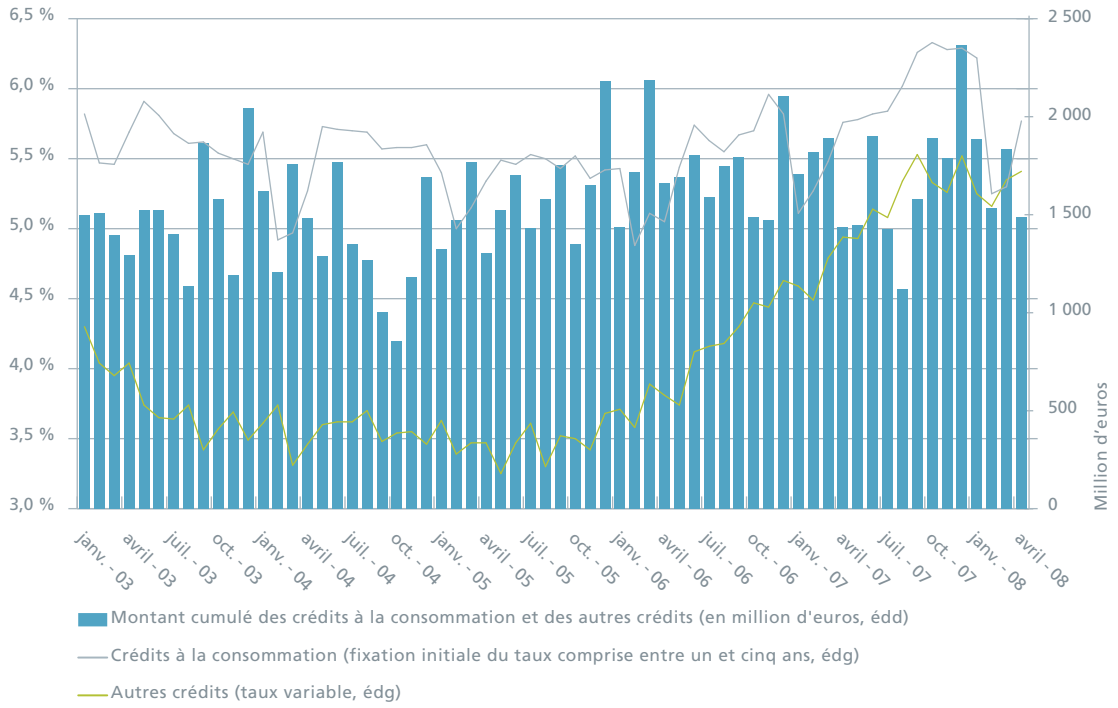


Source : BCL

1 La série relative au taux des crédits aux SNF a été régressée sur celle du taux EURIBOR à trois mois, en moyenne mensuelle, avec un retard d'une période, pour la période 2003 – 2008 et ainsi estimé une série historique pour la période 1999 – 2002.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 27 :
EVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS À LA CONSOMMATION ET DES AUTRES CRÉDITS SUR LA PÉRIODE ALLANT DE JANVIER 2003 À AVRIL 2008 ET MONTANTS ASSOCIÉS



Source : BCL

Ainsi, ces derniers ont diminué de 21 points de base entre décembre 2007 (5,25%) et mars 2008 (5,04%). Cette évolution fait cependant suite à une hausse de 31 points de base entre novembre (4,94%) et décembre 2007, dans le sillage de la forte progression du taux interbancaire à trois mois sur cette période (22 points). En outre, l'écart type du différentiel entre le taux des crédits aux SNF (pour les contrats supérieurs à un million d'euros) et le taux EONIA, qui permet de mesurer la volatilité de cette série par rapport aux conditions de financement offertes au jour le jour par le marché, est passé de sept points de base en 2006 à 17 points de base en 2007.

En ce qui concerne les crédits aux SNF d'un montant inférieur à un million d'euros, leur coût est passé de 5,95% en décembre 2007 à 5,75% en mars 2008. Ces deux catégories de taux sont restées stables entre mars et avril à respectivement 5,78% et 5,04%.

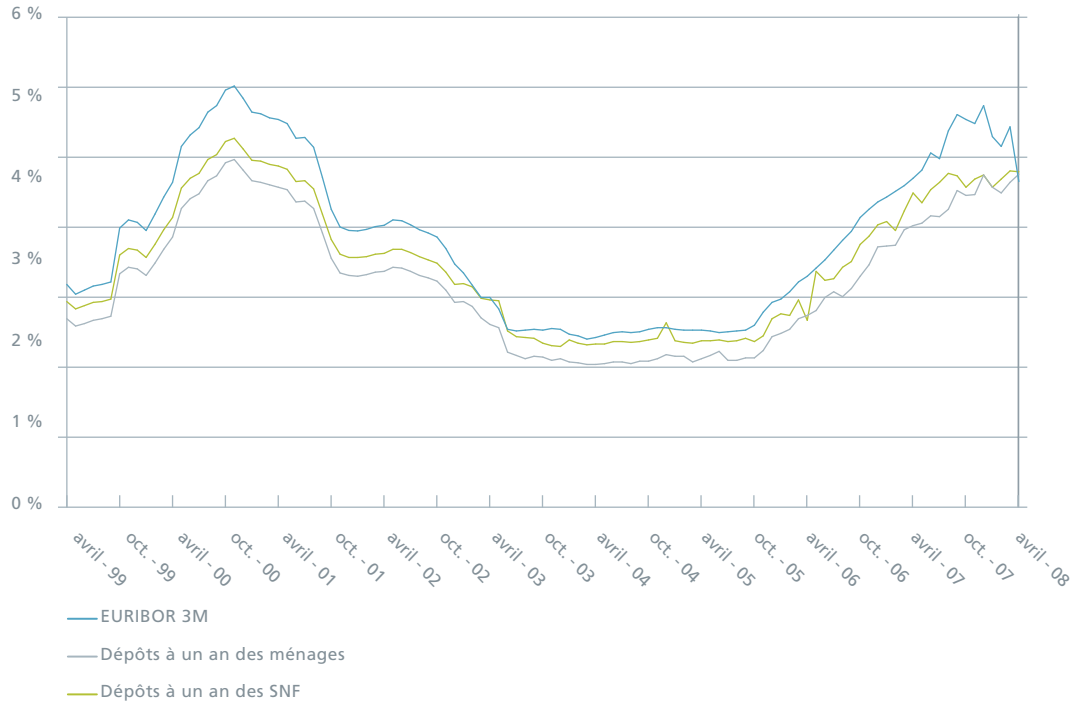
En ce qui concerne les crédits à la consommation à destination des ménages de la zone euro, dont la période fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, leur coût a diminué de 52 points de base entre décembre 2007 (6,29%) et avril 2008 (5,77%). Toutefois, le taux offert pour cette catégorie de crédits était tombé à 5,25% en février 2008 en raison

notamment de la tenue du festival automobile annuel et des conditions spécifiques afférentes. Sur l'ensemble de l'année 2007, le coût des crédits à la consommation avait progressé de 47 points de base.

La catégorie des autres crédits à taux variables était également en recul de 11 points de base entre décembre 2007 (5,52%) et avril 2008 (5,41%). Cependant, cette catégorie de taux subit les effets de la dégradation de l'environnement financier international à travers deux canaux : la hausse du coût de refinancement à court terme et la hausse du risque de défaut de la contrepartie. Ainsi, en décembre 2007, au plus fort des tensions sur le marché interbancaire, la progression du coût des autres crédits par rapport à novembre 2007 (5,26%) était de 26 points de base.

Cette situation se retrouve dans les évolutions récentes de la rémunération des dépôts à terme, de maturité inférieure à un an, aussi bien des ménages que des SNF. En effet, après avoir progressé de 24 points de base entre octobre et décembre 2007, les taux des dépôts à terme des ménages se sont légèrement détendus entre décembre 2007 (4,07%) et mars 2008 (3,98%), pour ensuite revenir à 4,08% en avril. Au contraire, la rémunération des dépôts des SNF a progressé sur cette période, passant de 4,07% en décembre 2007 à 4,11% en avril 2008, soit quatre points de base supplémentaires.

GRAPHIQUE 28 :
EVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS DES MÉNAGES ET DES SNF SUR LA PÉRIODE ALLANT DE AVRIL 1999 À AVRIL 2008[1]



Source : BCL

1 Pour estimer les valeurs historiques des dépôts à ter mes des ménages et des SNF, les deux séries ont été régressées sur celle du taux EURIBOR à trois mois.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

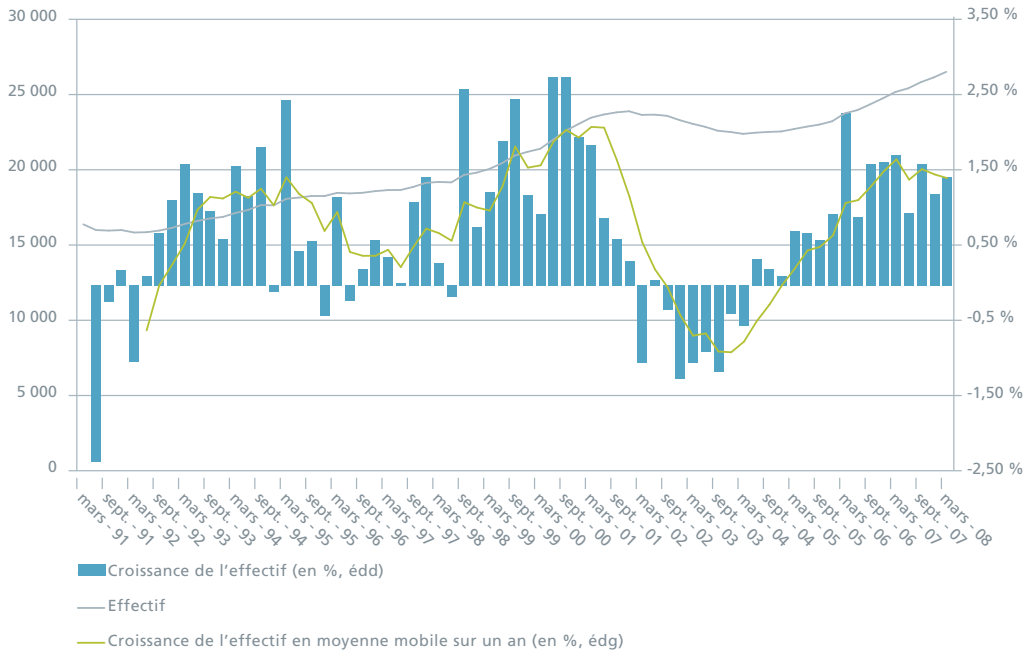
1.2.5.3 L'emploi dans les banques

Au 31 mars 2008, 26 513 personnes étaient employées dans les banques luxembourgeoises, un chiffre en hausse de 1,43% par rapport au 31 décembre 2007. En dépit d'un environnement macro-économique et financier international délicat (réévaluation des risques, hausse des coûts de financement, incertitudes, volatilité élevée des indices boursiers…) les banques luxembourgeoises ont étoffé leurs effectifs. Cela est d'autant plus significatif que depuis le second semestre 2005, le nombre d'établissements de crédit est demeuré relativement stable (compris entre 153 et 157). En outre, le secteur bancaire luxembourgeois est créateur net d'emplois depuis le second semestre 2004.

Il convient cependant de rester prudent dans la mesure où quelques banques ont récemment annoncé leur volonté de mettre en place des plans sociaux. Il semble toutefois que ces décisions soient motivées par des réorganisations d'activités intra groupe plus que par une problématique purement locale. Il convient aussi de souligner que certains groupes bancaires internationaux ont récemment annoncé leur volonté de mener une politique de réduction des coûts.

Par ailleurs, le graphique ci-dessous montre que dans le contexte économique et financier difficile du premier semestre 2001, le secteur bancaire luxembourgeois a continué à créer des emplois. Ce n'est qu'au premier trimestre 2002 qu'une correction a pu être observée, mais celle-ci s'est avéré assez forte et durable puisqu'il a fallu attendre deux ans avant d'assister à de nouvelles créations nettes d'emplois. Il existe donc un décalage entre le déclanchement d'une crise et la concrétisation de ses effets sur l'emploi dans les banques.

GRAPHIQUE 29 :
EVOLUTION DE L'EFFECTIF DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES ENTRE MARS 1991 ET MARS 2008



Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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

En 2007, d'après les chiffres révisés, les établissements de crédit ont dégagé, un résultat net agrégé de 3 670 millions d'euros, en baisse de 35,8% par rapport à l'année précédente. Si les deux premiers trimestres de 2007 laissaient espérer une suite de l'année exceptionnelle 2006, les résultats des trimestres suivants ont été marqués par les effets internationaux de la crise de l'immobilier et des crédits « subprime » aux Etats-Unis.

Le calcul des résultats au 31 décembre 2007 des établissements de crédit publiés et commentés dans la Revue de stabilité financière 2008 avait été réalisé sur base de données encore provisoires qui laissaient apparaître un résultat net agrégé en baisse de 11,5%, en comparaison annuelle, soit 656 millions d'euros, à 5 060 millions d'euros. Il s'est avéré que les montants finaux à allouer aux corrections de valeur et/ou provisions n'étaient pas encore définitivement arrêtés par toutes les banques. En outre, les données des banques clôturant leur année fiscale en mars n'étaient pas encore disponibles. La prise en compte de ces données dans le cadre du présent Rapport annuel a engendré un très net renforcement de la tendance par rapport aux données compilées vers la mi-février 2008 dans le cadre de la Revue de stabilité financière.

Avec 7 364 millions d'euros, contre 7 215 millions d'euros, le résultat avant corrections de valeur et provisions n'a que marginalement augmenté par rapport à celui calculé vers la mi-février. Cependant, la constitution nette de provisions est passée de 1 331 millions d'euros à 2 899 millions d'euros ; le résultat net est par conséquent passé de 5 060 millions d'euros à 3 670 millions d'euros. En comparaison annuelle, ceci représente une baisse de 2 046 millions ou 35,8%.

A la fin de l'année 2007[14], la marge sur intérêts des banques luxembourgeoises s'est distinguée par une croissance de 24,5%, soit 1 199 millions d'euros, par rapport au 31 décembre 2006. L'évolution du montant global des revenus nets a été marquée par un accroissement de 275,5%, soit 259 millions d'euros, des revenus nets sur réalisation de titres et un recul de 760 millions d'euros, soit 45,4%, des revenus nets sur divers. La remarquable progression de la marge sur intérêts a compensé la légère diminution des revenus nets globaux de 2,3% et a permis au produit bancaire de croître de 9,8% en comparaison annuelle. En termes de composantes du produit bancaire, la marge sur intérêts représente une part relative de 51,1%, contre 48,9% pour les autres revenus nets.

Les frais généraux administratifs ont progressé de 11,2% sur une année. Les facteurs explicatifs sont d'une part, la croissance des frais de personnel de 10,1% en raison des ajustements salariaux et de l'accroissement de l'effectif de 1 387 personnes, et d'autre part, par une augmentation notable des frais d'exploitation de 12,5%.

Les banques ont dégagé en 2007 un résultat avant provisions de 7 364 millions d'euros, en hausse de 8,9% par rapport à l'année 2006, où il avait atteint 6 761 millions d'euros. Cette dernière avait déjà été exceptionnelle avec une progression de 46,7% du résultat avant provisions par rapport à 2005.

Cependant, les établissements de crédit se sont vus dans l'obligation d'étoffer leurs constitutions nettes de corrections de valeur et/ou de provisions de 1 402%, pour les porter à 2 899 millions d'euros ; ces dernières représentent 24,3% du produit bancaire, alors qu'elles ne représentaient seulement 1,8% l'année antérieure. Ce mouvement s'explique notamment par des corrections de valeur que quelques banques ont du appliquer à certaines valeurs mobilières à revenu fixe placées dans leur portefeuille des immobilisations financières.

Après l'exercice exceptionnel de 2006, les résultats des banques luxembourgeoises sont retombés au niveau de 2005 avec un résultat net après impôts de 3 670 millions d'euros.

Si certaines banques ont subi des pertes importantes liées à la détention de titres dérivés du « subprime », il apparaît que la grande majorité des banques de la place financière du Luxembourg a assez bien résisté aux effets que la crise du marché du « subprime » américain a eus sur les marchés financiers internationaux.

Depuis janvier 2008 un nouveau reporting prudentiel comptable de la CSSF est produit sur base des normes comptables internationales IAS/IFRS par tous les

14 Une analyse détaillée de l'exercice 2007 peut être trouvée dans la Revue de stabilité financière 2008.

TABLEAU 16 : COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN FIN D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS, Y COMPRIS LES SUCCURSALES À L'ÉTRANGER DES ÉTABLISSEMENTS LUXEMBOURGEOIS [1)2)]

(en millions de EUR; données brutes; en fin de période)

	Rubrique des débits et des crédits	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	Intérêts et dividendes perçus	50 694	52 993	42 681	35 300	30 241	36 515	49 972	62 452
2	Intérêts bonifiés	47 081	48 524	38 441	31 129	26 241	32 531	45 069	56 350
3	Marge sur intérêts (1-2)	3 613	4 469	4 240	4 171	4 000	3 984	4 903	6 102
4	Revenus nets: sur réalisation de titres	290	189	172	297	415	376	94	353
5	sur commissions	3 102	2 830	2 655	2 575	2 831	3 285	3 761	4 115
6	sur opérations de change	300	290	316	285	296	335	446	455
7	sur divers	463	413	948	430	64	503	1 674	914
8	Revenus nets (4+5+6+7)	4 155	3 722	4 091	3 587	3 606	4 499	5 975	5 837
9	Produit bancaire (3+8)	7 768	8 190	8 331	7 758	7 606	8 483	10 878	11 939
10	Frais de personnel	1 677	1 806	1 864	1 807	1 860	2 016	2 208	2 432
11	Frais d'exploitation	1 444	1 498	1 412	1 381	1 413	1 518	1 628	1 832
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 121	3 304	3 276	3 188	3 273	3 534	3 836	4 264
13	Impôts divers, taxes et redevances	99	95	50	40	36	38	46	54
14	Amortissements sur immobilisé non financier	315	402	314	295	296	286	235	257
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	4 232	4 390	4 691	4 235	4 001	4 625	6 761	7 364
16	Provisions et amortissements sur disponible, réalisable, et immobilisé financier	1 584	1 381	1 912	1 318	1 004	1 007	712	3 587
17	Extourne de provisions	719	627	526	593	622	630	519	688
18	Constitution nette de provisions	864	754	1 386	725	382	377	193	2 899
19	Résultats après provisions (15-18)	3 368	3 635	3 305	3 510	3 619	4 248	6 568	4 465
20	Impôts sur revenu et le bénéfice	936	834	630	657	747	775	852	795
21	Résultat net (19-20)	2 432	2 802	2 675	2 853	2 872	3 473	5 716	3 670
22	Somme moyenne des bilans	639 043	696 961	700 099	668 088	687 486	754 825	837 148	896 069
		en % de la somme moyenne des bilans							
23	Frais généraux (lignes 10 à 14)	0,55	0,55	0,52	0,53	0,52	0,51	0,49	0,51
24	Résultat avant provisions (ligne 15)	0,66	0,63	0,67	0,63	0,58	0,61	0,81	0,82
25	Provisions et amortissements (ligne 18)	0,14	0,11	0,20	0,11	0,06	0,05	0,02	0,32
26	Résultat après provisions (ligne 19)	0,53	0,52	0,47	0,53	0,53	0,56	0,78	0,50

Source : BCL

1. Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.
2. 2007 données provisoires

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

établissements de crédit de droit luxembourgeois et par toutes les succursales établies au Luxembourg. Etant donné que l'intégralité des rapports n'était pas disponible au moment de la rédaction de ces lignes, le compte de résultat des établissements de crédit luxembourgeois ne peut être commenté et analysé que dans le prochain bulletin de la BCL.

Cependant, sur base des rapports reçus jusqu'à présent, les résultats du premier trimestre 2008 s'annoncent moins bons que ceux enregistrés au 31 mars 2007.

1.2.5.5 Les organismes de placement collectif

Le secteur des organismes de placement collectif a connu une année 2007 contrastée. En effet, le climat boursier étant favorable lors de la première moitié de l'année 2007, les OPC luxembourgeois ont poursuivi leur croissance à un rythme soutenu en termes d'évolution en nombre, de valeur nette d'inventaire et d'investissement net en capital. A la suite des problèmes survenus sur le marché hypothécaire aux Etats-Unis, le deuxième semestre de l'année 2007 a été marqué par un apport net en capital modéré ainsi que par la stabilisation de la valeur d'inventaire net à un niveau élevé. Le premier trimestre de l'année 2008, quant à lui, a été marqué par une baisse de la valeur d'inventaire nette qui s'explique essentiellement par les mauvaises performances sur les marchés boursiers.

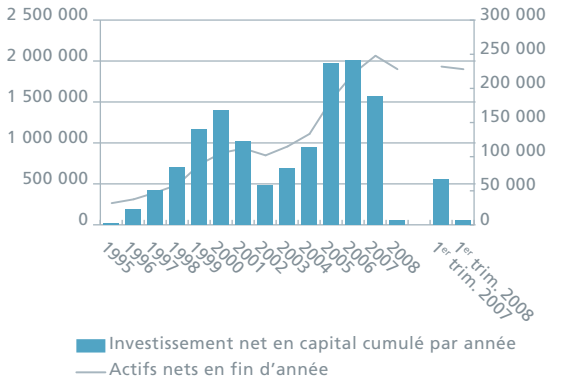
L'évolution en nombre

Au 31 décembre 2007, la liste officielle comptait 2 868 unités contre 2 238 unités à la fin de l'année 2006, soit une création nette de 630 unités au cours de l'année 2007. Cette tendance à la hausse, qui se confirme au premier trimestre 2008 avec la création nette de 144 unités, montre que la crise de l'immobilier américain n'a pas eu d'impact sur l'évolution en nombre des fonds de placement.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Au courant de l'année 2007, le patrimoine global net des organismes de placement collectif à dépassé le niveau historique de 2 000 000 millions d'euros en mai 2007 pour atteindre en octobre le sommet de 2 123 519 millions d'euros. Au 31 décembre 2007, il s'est élevé à 2 059 395 millions d'euros contre 1 844 850 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une hausse de 11,6%. Ainsi, le taux de croissance observé en 2007, quoiqu'appréciable, est pourtant nettement moins important que celui des 3 années antérieures.

GRAPHIQUE 30 :
EVOLUTION DES ACTIFS NETS ET DE L'INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL (EN MILLIONS D'EUROS)



Source :CSSF

1. Pour l'année 2008, il s'agit de la VNI au 31 mars 2008 et de l'investissement net en capital du premier trimestre de l'année 2008

2. Pour les 1er trim 2007 et 2008, il s'agit de la VNI au 31 mars ainsi que de l'investissement net en capital cumulé du premier trimestre

Au cours du premier trimestre de l'année en cours la valeur nette d'inventaire affiche également une baisse importante pour tomber à 1 895 445 millions d'euros au 31 mars 2008. Cette baisse, de 163 950 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2007, s'explique essentiellement par les mauvaises performances des marchés boursiers en janvier et mars 2008. De plus, le développement défavorable de la majorité des indices boursiers permet également d'expliquer l'apport net en capital très faible puisque les mauvaises performances sur les marchés financiers incitent les investisseurs à garder des liquidités en attendant que de nouvelles opportunités d'investissement se présentent.

TABLEAU 17 :
EVOLUTION DE LA SITUATION GLOBALE DES OPC LUXEMBOURGEOIS

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de comparts,	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital [1) 2)]	Variation des marchés financiers [2) 3)]	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle 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
2007							
jan.	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
fév.	2 278	9 637	1 908 707	29 083	-16 186	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	6 378	12 275	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	22 233	17 403	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	21 578	36 088	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	20 598	1 762	394 896	23,9
juil.	2 407	10 194	2 052 977	23 771	-17 816	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	166	-17 849	327 888	19,2
sep.	2 501	10 415	2 059 144	-607	24 457	326 114	18,8
oct.	2 618	10 644	2 123 519	24 630	39 745	342 402	19,2
nov.	2 761	10 924	2 063 797	6 860	-66 582	264 272	14,7
déc.	2 868	11 115	2 059 395	3 049	-7 451	214 545	11,6
2008							
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9
fév.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7

Source: CSSF

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

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.5.6 Les OPC monétaires

Les OPC monétaires, contrairement à l'ensemble des OPC, ont connu une année 2007 favorable.

Nombre de compartiments

Au 31 décembre 2007, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 463 unités ce qui représente une hausse de 12 compartiments par rapport au 31 décembre 2006. Au premier trimestre 2008, le nombre de compartiments est resté stable avec 464 unités au 31 mars 2008.

La somme de bilan

Au 31 décembre 2007, la somme de bilan des OPC monétaires s'est élevé 253 641 millions d'euros contre 190 242 millions d'euros au 31 décembre 2006, soit un taux de croissance de 33%. Cette évolution, se confirme au cours du premier trimestre de l'année 2008 avec une somme de bilan de 286 092 millions d'euros au 31 mars 2008.

Cet accroissement de la somme de bilan pendant l'année 2007 et l'année en cours s'explique en partie par un élargissement de la population déclarante au début de l'année 2007. Cependant l'augmentation importante de la somme de bilan des OPC monétaires fait croire que, dans un environnement boursier peu favorable, les investisseurs adoptent un comportement plus prudent face au risque et s'orientent vers des produits qui promettent un rendement plus stable. En effet depuis le début de l'année 2007, l'augmentation de la somme bilan se chiffre à 95 850 millions d'euros ce qui correspond à un taux de croissance de plus de 50% en quinze mois.

1.2.5.7 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.

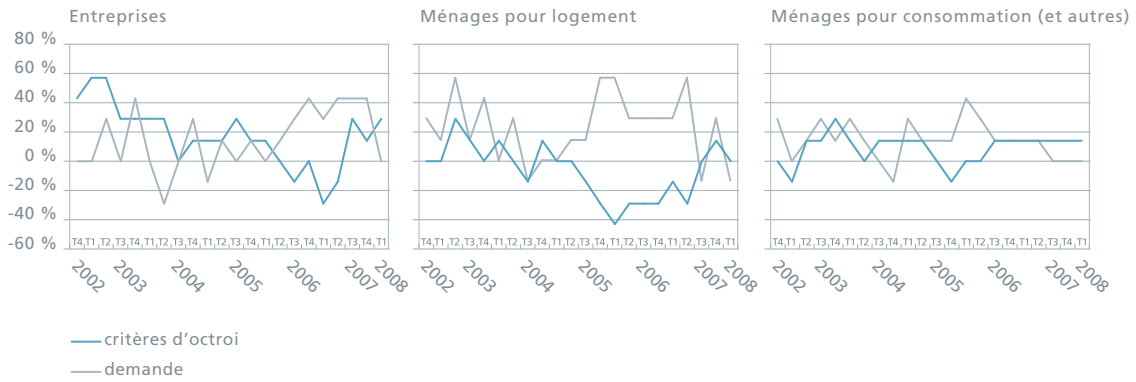
Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en «pourcentages nets» dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire: pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement; pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Les données les plus récentes datent du premier trimestre 2008; comme pour les deux trimestres précédents, cette enquête comprenait plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi et sur l'accès au financement des banques. Pour l'ensemble de la période sous revue (janvier 2007 à mars 2008), les résultats obtenus pour le secteur des ménages luxembourgeois se différencient considérablement de ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment pour ce qui est de la période qui suit le déclenchement des turbulences de marché au troisième trimestre 2007; en général, les résultats luxembourgeois sont nettement plus optimistes. Néanmoins, les résultats relatifs au secteur des entreprises sont plus ou moins en lignes dans les deux échantillons, ce qui est toutefois partiellement attribuable à la composition de l'échantillon luxembourgeois. On constate d'ailleurs que l'incidence des perturbations de marché sur les critères des crédits aux entreprises s'est intensifiée depuis le troisième trimestre 2007, tandis que les résultats indiquent que les critères aux ménages n'ont guère été affectés au Luxembourg.

Quant à l'impact des turbulences sur l'accès au financement, on constate que les banques de l'échantillon luxembourgeois ainsi que celles de l'échantillon de la zone euro continuent à rencontrer des difficultés à lever des fonds.

Pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois dérivés des questions régulières de l'enquête, le graphique présente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs.

GRAPHIQUE 31 :
EVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI ET DE LA DEMANDE AU LUXEMBOURG, POURCENTAGES NETS



Source : BCL

Entreprises: Alors que les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont encore assouplis en net lors des deux premiers trimestres de l'année passée, plusieurs banques ont signalé un revirement en matière de politique de crédit suite au déclenchement des turbulences de marché en août. Dans une grande mesure, ces résultats sont en lignes avec ceux de la zone euro où les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux entreprises suivent une trajectoire haussière depuis trois trimestres, bien qu'au Luxembourg les résultats nets n'affichent pas de tendance à la hausse. Si l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi s'est intensifiée depuis le troisième trimestre 2007, d'autres éléments explicatifs - tels les coûts liés aux fonds propres, la position de liquidité des banques ou encore leurs perceptions de risques - sont aussi à l'origine du revirement précité qui s'est essentiellement traduit sur les marges appliqués aux prêts plus risqués. Les critères d'attribution aux grandes entreprises ont d'ailleurs été affectés plus que les critères aux PME.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises enregistrée au Luxembourg s'avéra d'abord robuste, même après l'apparition des turbulences sur les marchés, alors que dans la zone euro elle commença déjà à se replier dès le troisième trimestre. Néanmoins, au premier trimestre de l'année en cours les banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que la demande nette émanant des entreprises a stagné, alors qu'elle a atteint son creux historique à -43% pour ce qui est des grandes entreprises ; ces développements découlent d'un moindre besoin de financement lié aux fusions, acquisitions et restructurations d'entreprises, ainsi qu'à la restructuration de dettes. Au niveau de la zone euro, l'orientation globale de la demande nette a chuté au premier trimestre.

Ménages pour habitat: Dans l'échantillon de la zone euro, les pourcentages nets relatifs aux critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers se sont constamment accrus pour atteindre un sommet historique au premier trimestre de l'année en cours. Au Luxembourg cependant, les résultats sont nettement plus propices pour les emprunteurs : alors que la période de deux ans lors de laquelle les banques avaient signalé des assouplissements nets consécutifs s'est achevée au troisième trimestre, un seul durcissement net a été enregistré depuis lors. Les questions supplémentaires relatives aux turbulences de marché incluses dans le questionnaire depuis plusieurs trimestres font d'ailleurs ressortir que ces perturbations n'ont guère eu d'incidence sur la politique de crédit des banques de l'échantillon luxembourgeois.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Dans la zone euro dans son ensemble, les durcissements nets observables depuis le troisième trimestre s'expliquent par le double effet des turbulences de marché et d'une détérioration des perceptions de risques découlant des prévisions sur l'activité économique générale ainsi que des perspectives sur le marché du logement. Il est d'ailleurs important de souligner que pour le secteur immobilier en particulier les résultats intra-zone euro affichent des divergences considérables.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont également beaucoup plus propices : alors que la demande nette pour les crédits à l'habitat au Luxembourg n'affiche plus les niveaux élevés enregistrés pendant environ deux ans, ayant même été négative au troisième trimestre 2007 et au premier trimestre de l'année en cours, dans la zone euro dans son ensemble elle s'est inscrite à son creux historique de presque -60% entre janvier et mars 2008. Les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont toutefois signalé que les perspectives sur le marché du logement ont exercé un effet baissier sur la demande.

Ménages pour consommation (et autres): Les banques de l'échantillon luxembourgeois rapportent, depuis le troisième trimestre 2006, des durcissements nets successifs des critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres). Néanmoins, il faut impérativement préciser qu'il s'agit bien des résultats non-pondérés et il serait faux de conclure qu'au cours des sept derniers trimestres les banques luxembourgeoises ont resserré leur politique de crédit de façon généralisée pour les prêts à la consommation. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, les résultats font apparaître deux durcissements nets successifs depuis le dernier trimestre de l'année passée ; cette évolution découle d'une dégradation des perceptions de risques et, dans une certaine mesure, de l'incidence des perturbations de marché.

Pour ce qui est de la demande nette, elle a stagné au Luxembourg à partir du troisième trimestre 2007, faisant suite à une période prolongée lors de laquelle elle s'était inscrite en hausse. Dans une certaine mesure, cette évolution est liée à un recul de la confiance des consommateurs. Dans la zone euro, la demande nette est négative depuis deux trimestres, notamment en raison d'un effritement de la confiance des consommateurs.

Questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques: Outre les questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi, les trois dernières enquêtes comprenaient plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques. Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont surtout rencontré des difficultés à lever des fonds sur le marché monétaire ; ces difficultés se sont d'ailleurs accrues, dans une certaine mesure, depuis le troisième trimestre. Les banques n'ont signalé que quelques difficultés de financement relatifs à l'émission de titres de créance, mais il faut dire aussi qu'un nombre de banques n'ont pas eu recours à ce moyen de financement, alors qu'elles n'ont pratiquement pas été actives dans le domaine de la titrisation. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont cependant signalé avoir rencontré des difficultés sur tous les segments de marché, notamment pour ce qui est de la titrisation, bien que ces difficultés aient été plus modestes pour ce qui est du marché monétaire à très court terme (c'est-à-dire pour les financements dont la maturité ne dépasse pas une semaine).

Au Luxembourg ainsi que dans la zone euro dans son ensemble, les difficultés rencontrées se sont répercutées sur les montants que les banques sont disposées à prêter, mais surtout sur leurs marges. L'incidence des turbulences de marché sur les fonds propres des banques, ainsi que sur leur propension à accorder des prêts, demeure très faible au Luxembourg. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont cependant indiqué une certaine incidence sur leurs fonds propres et, dans une moindre mesure, sur leur propension à accorder des crédits.

1.2.6 L'activité boursière au Luxembourg

En 2007, l'indice LuxX a progressé de 11,1%, passant de 2 176,92 à 2 419,28. Lors des cinq premiers mois de l'année en cours, l'indice luxembourgeois a reculé de 4,5%, pour s'établir à 2 311,54 points en fin de période. Par rapport aux principaux indices boursiers, la progression du LuxX demeure toutefois impressionnante.

Ces chiffres globaux masquent cependant une évolution hétérogène au niveau des différentes actions incluses dans l'indice. La progression du LuxX est dans une grande mesure imputable à ArcelorMittal, qui

GRAPHIQUE 32 :
L'ÉVOLUTION DU LUXX ET DES INDICES BOURSIERS ÉTRANGERS

(INDICE : 01/01/2007 = 100 SAUF INDICATION CONTRAIRE ; DONNÉES QUOTIDIENNES)

Source : Bloomberg

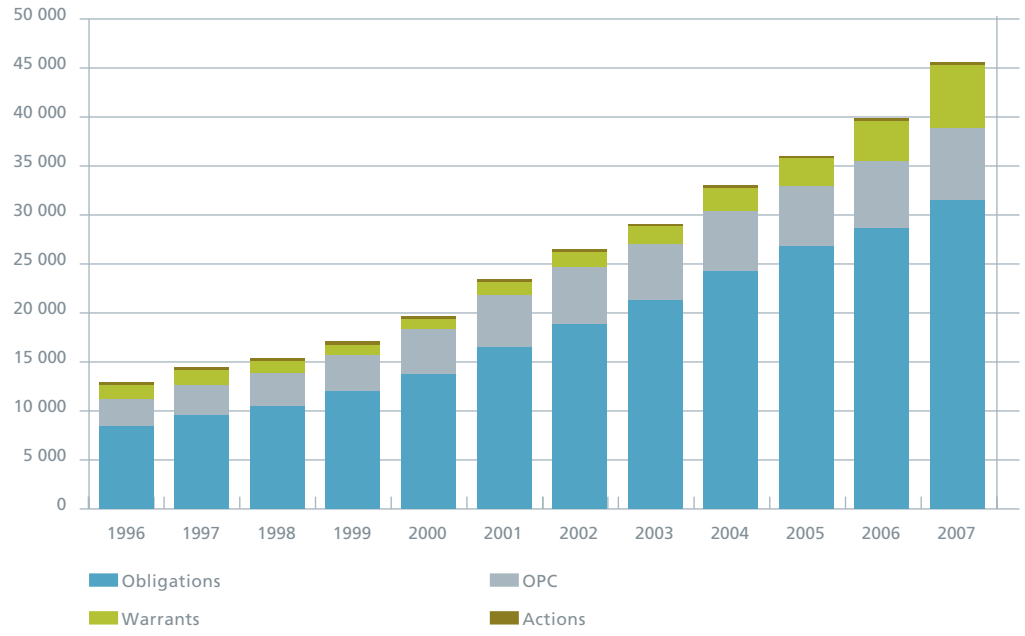
intervient avec un poids de plus de 20% et dont la valeur de marché par action est passée d'environ 32 EUR à 55 EUR au cours de douze mois ; depuis le début de l'année, le prix des actions ArcelorMittal s'est accru davantage. Les actions SES S.A., dont le poids dans l'indice LuxX est proche de 20%, ont clôturé l'année à 18 EUR, soit une progression de plus de 36% ; au cours des cinq premiers mois de 2008, leur valeur de marché a cependant globalement fléchi. Les autres composantes principales de l'indice luxembourgeois font partie du secteur financier et il est sans doute peu surprenant de constater que leur performance est nettement moins favorable ; en effet, le prix des actions KBC Groupe, Dexia Bank S.A. et surtout Fortis SA/NV s'est fortement replié.

Globalement, l'année sous revue affiche une forte activité de cotation en bourse. La Bourse de Luxembourg a introduit 13 353 titres, dont 2 305 au marché alternatif Euro MTF ; suite au retrait de 7 639 titres, la Bourse de Luxembourg comptait donc 45 573 valeurs au total à la date du 31 décembre 2007, soit une progression supérieure à 14% par rapport à l'année précédente.

La ventilation du nombre des valeurs cotées met en évidence une légère diminution de la part des obligations (de 71,8% en fin-2006 à 69,1% fin-2007), des OPC (de 17,3% à 16,2%) et des actions (de 0,7% à 0,6%). En revanche, le nombre de warrants a progressé de manière significative, affichant un taux de progression annuel de presque 60% ; leur part s'est accrue de 10,2% à 14,1%.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 33 :
NOMBRE DE VALEURS COTÉES



Source : Bourse de Luxembourg

Si le nombre de valeurs cotées est en hausse, le volume des échanges a toutefois très fortement diminué en 2007, passant de 1 500,5 millions d'euro à 652 millions seulement ; cette évolution est attribuable à une baisse considérable (-65%) du volume d'échange des obligations, qui constituent toutefois toujours une part très importante du volume d'échange total.

TABLEAU 18 :
VENTILATION DU VOLUME DES ÉCHANGES

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Obligations	70,0%	47,9%	49,5%	87,8%	86,1%	68,8%
Actions	16,7%	29,4%	27,1%	9,3%	12,5%	27,0%
OPC	13,2%	16,5%	16,2%	2,7%	1,4%	4,1%
Warrants	0,0%	6,2%	7,2%	0,2%	0,0%	0,1%
Total	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Source : Bourse de Luxembourg

Outre ces développements, il convient de soulever que le marché alternatif Euro MTF lancé en juillet 2005 et soumis au règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg et non pas aux directives européennes, a gagné du terrain international surtout auprès des émetteurs hors Union européenne. Pour rappel, ce marché alternatif fut créé pour satisfaire aux besoins des émetteurs n'ayant pas besoin du passeport européen en matière de prospectus, ou qui souhaitent profiter d'un régime plus flexible en matière d'états financiers à publier en conformité avec la directive transparence. Fin-2007, 4 259 titres étaient cotés au marché Euro MTF ; entre juillet 2005 et fin-2007, 942 titres ont été transférés du marché régulier vers le marché alternatif.

En mars 2007, Euronext N.V. (filiale de NYSE Euronext) et la Bourse de Luxembourg avaient annoncé la signature d'un accord-cadre (Master Agreement). Deux mois plus tard, cet accord s'est traduit par la création d'un Groupement Européen d'Intérêt Economique (GEIE), ayant pour objectif de faciliter ou de développer les activités économiques des membres du GEIE par la mise en commun de ressources, d'activités et de compétences. Le 2 mai 2007, la Bourse de Luxembourg a migré l'ensemble des valeurs admises à ses deux marchés (c'est-à-dire au marché réglementé et au marché Euro MTF) sur la plate-forme de négociation NSC® d'Euronext. Depuis le 19 mars 2008, un nouveau service de règlement-livraison des transactions est opérationnel ; ce système de contrepartie centrale est géré par LCH. Clearnet et opère avec Clearstream et Euroclear.

A noter aussi que le marché de l'or à la Bourse de Luxembourg a été fermé fin-2007.

1.2.7 Le marché du travail

1.2.7.1 L'emploi

En dépit du ralentissement de l'activité, la situation sur le marché du travail au Luxembourg s'est encore nettement améliorée en 2007 : l'emploi a progressé à un rythme annuel soutenu de 4,5 % en moyenne après 3,9% en 2006 et le chômage s'est stabilisé à 4,4%. Ces résultats favorables correspondent pour partie, à la réaction décalée du facteur travail à l'évolution de l'activité économique mais ils s'expliquent également du fait que les secteurs porteurs en termes de créations d'emplois continuent d'embaucher, ayant, comme par le passé, à faire face à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Dans le sillage de cette progression de l'emploi, les estimations disponibles pour les premiers mois de 2008 indiquent une hausse de l'emploi autour de 5,2%. Avec ce rythme de croisière, l'emploi franchirait la barre des 350 000 personnes occupant un emploi en avril 2008.

L'emploi salarié,[15] typiquement plus dynamique que l'emploi total, progresse de 4,6% en moyenne annuelle en 2007 et affiche même une accélération marquée au quatrième trimestre 2007. Les estimations disponibles pour les mois de février à avril 2008 mettent en lumière une poursuite de la croissance de l'emploi salarié ce qui devrait l'amener à enregistrer une hausse annuelle robuste de 5,4% en avril 2008 et un niveau de 330 219 salariés. Par ailleurs, les moteurs traditionnels de la croissance de l'emploi salarié ont joué à plein au cours de 2007. En effet, le secteur de l'«Immobilier, location et services aux entreprises» et celui des «Activités financières» contribuent respectivement à hauteur de 1,4pp et 0,7pp à la progression de l'emploi en 2007, soit au total à près de la moitié des créations d'emplois. Parallèlement, les secteurs de la «Construction» et du «Commerce» ont aussi significativement contribué à la croissance (respectivement à hauteur de 0,6pp et de 0,3pp) alors que l'emploi dans l'«Industrie» a poursuivi son rétablissement entamé en 2006 (0,2pp). A noter que l'emploi dans l'«Administration publique» n'a, quant à lui, qu'accessoirement appuyé la croissance des effectifs (avec une contribution limitée à 0,1pp).

Du côté des composantes de l'emploi, comme pour les années précédentes, la croissance de l'économie nationale n'aurait pas été possible sans l'afflux des frontaliers. L'économie nationale a donc continué de faire massivement appel à la main-d'œuvre non-résidente et le Luxembourg reste un pôle d'attraction en matière d'emplois pour les régions voisines. Pour 100 nouveaux emplois créés au Luxembourg, 70 ont été occupés par des frontaliers. Ce taux est plus élevé que celui enregistré l'année précédente (66%). Le nombre de frontaliers a progressé de 7,9% en variation annuelle. Ainsi, la part que représentent les frontaliers dans

15 Duquel il se distingue par l'exclusion des indépendants dont le nombre s'élève à 20 303 en 2007 et qui a en registré une progression de 1,5% en moyenne.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

l'emploi total s'élève désormais à 39% en moyenne de l'année 2007 (136 252 personnes). Dans ce contexte, il est utile de rappeler que parmi environs 100 chômeurs dans la Grande Région, seulement six sont résidents au Luxembourg[16]. Les taux de chômage dans les régions limitrophes sont demeurés nettement plus élevés qu'au Luxembourg et ces régions continuent de constituer de ce fait un véritable réservoir de main-d'œuvre. La France reste le pays de résidence de la majorité des frontaliers (51% des frontaliers sont français), suivie de la Belgique (26%) et de l'Allemagne (24%). Soulignons qu'au cours des dix dernières années la part relative des frontaliers français est demeurée quasi-stable autour de 50% alors que celle des frontaliers belges a baissé (passant de 30% en 1997 à 26% en 2007) au bénéfice de la part des non-résidents allemands qui s'est quant à elle accrue (de 18% à 24%).

A l'instar de l'emploi frontalier, la progression annuelle de l'emploi national s'est aussi accélérée mais dans une moindre ampleur (de 2,0% en 2006 à 2,2% en moyenne en 2007). Comme les années précédentes, l'immigration nette a contribué positivement à la croissance de l'emploi national alors que le taux de participation a quant à lui baissé en 2007. Notons que c'est la moindre participation des femmes au marché de l'emploi qui explique la plus grande partie de cette diminution du taux de participation en 2007.

En ce qui concerne les perspectives pour 2008, une attitude réservée semble justifiée, en particulier, à partir du second semestre car le ralentissement de la conjoncture qui se dessine depuis 2007 devrait à terme conduire à un infléchissement de la progression de l'emploi. Cependant les premières données disponibles en ce qui concerne l'emploi dans les banques et autres professionnels du secteur financier décrivent encore une progression annuelle de l'emploi robuste dans ce secteur au cours du premier trimestre de 2008 (5,3% après 6,0% au premier trimestre de 2007). Cette évolution positive peut témoigner de la confiance des entreprises financières dans une poursuite prospère de leurs activités, contredisant ainsi les craintes relevées ci-dessus. Elle peut pourtant aussi être le reflet du manque de personnel qualifié dont l'industrie financière se plaint régulièrement. La hausse marquée de l'emploi en début 2008 constitue dès lors une réaction décalée à une demande en hausse dans le passé et pas nécessairement une marque de confiance en une demande future croissante.

16 Par défaut, ce chiffre se réfère à l'année 2006.

TABLEAU 19 :
CROISSANCE ANNUELLE (EN %) DE L'EMPLOI* ET TAUX DE CHÔMAGE (EN % DE LA POPULATION ACTIVE)

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "strict" ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage "large"	Taux de chômage harmonisé
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,5%	2,5%	3,6%	2,3%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,3%	2,3%	3,7%	2,0%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,6%	2,6%	4,2%	2,7%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,4%	5,2%	3,7%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,1%
2005	3,2	0,2	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	4,5%
2006	4,1	0,1	3,9	6,7	2,0	2,2	4,4%	4,4%	6,3%	4,7%
2007	4,6	1,7	4,5	7,9	2,2	2,2	4,4%	4,4%	6,1%	4,7%
2007T1	4,3	1,5	4,1	7,6	2,0	2,0	4,8%	4,5%	6,6%	4,9%
2007T2	4,4	1,6	4,2	7,9	1,9	2,0	4,2%	4,4%	6,0%	4,9%
2007T3	4,7	1,5	4,5	8,0	2,2	2,2	4,1%	4,3%	5,8%	4,7%
2007T4	5,1	2,1	4,9	8,3	2,7	2,4	4,4%	4,3%	5,9%	4,7%
2008T1	5,4	2,1	5,2	8,7	2,8	2,5	4,5%	4,2%	5,9%	4,6%
janv-08	5,4	2,3	5,2	8,2	3,1	2,7	4,6%	4,2%	6,0%	4,6%
févr-08	5,4	2,0	5,2	8,9	2,7	2,4	4,6%	4,2%	6,1%	4,7%
mars-08	5,4	2,0	5,2	8,9	2,7	2,3	4,2%	4,2%	5,7%	4,5%
avr-08	5,4	1,9	5,2	8,9	2,7	2,6	4,2%	4,2%	5,7%	n.d.

Sources: IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

*Les données concernant l'emploi de février à avril 2008 sont des estimations

1.2.7.2 Le chômage

L'année 2007 s'est caractérisée sur le front du chômage par une note plus positive que les années précédentes : après 5 années de hausse, le taux de chômage s'est stabilisé à 4,4%. Cette évolution s'est traduite par une diminution du nombre de demandeurs d'emploi de 136 unités à 9 623 personnes en moyenne. Cette baisse du chômage trouve son origine dans la croissance vigoureuse de l'emploi. Il est intéressant de souligner à cet effet que cette évolution est intervenue dans un contexte de croissance toujours soutenue de l'emploi national (2,2% en moyenne en 2007 après 2,1% en 2006). En d'autres termes, le dynamisme de l'emploi a permis de stabiliser le taux de chômage. Plus encore, si l'on exclut les chômeurs handicapés et les chômeurs à capacité de travail réduite, inscrits sur les fichiers de l'ADEM, le chômage aurait baissé en 2007.

Toutefois cette évolution n'a pas bénéficié à toutes les catégories et en particulier les groupes les plus affectés par un chômage élevé, à savoir les chômeurs disposant d'un niveau d'éducation inférieur et les chômeurs de plus de 50 ans. Plus en détails, le ratio de ceux disposant d'un niveau d'éducation inférieur, par rapport au nombre total a encore augmenté en 2007 pour atteindre 52% de la population au chômage. Par ailleurs, désormais plus d'un cinquième des chômeurs est âgé de

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

plus de 50 ans. En outre, les chômeurs de longue durée représentent plus d'un tiers des personnes au chômage. Les personnes appartenant à ces groupes constituent donc le « noyau dur » du chômage au Luxembourg, n'ayant pas bénéficié du dynamisme de la création d'emploi. Une des raisons qui explique en partie le fait que ces personnes n'ont pas pu profiter de la croissance de l'emploi réside dans l'inadéquation persistante entre l'offre et la demande travail. En effet, les catégories de métiers nécessitant a priori d'un niveau de qualification peu élevé comme celles des artisans, ouvriers[17] et des personnels de l'hôtellerie et de la restauration n'ont pas vu leur ratio d'appariement entre l'offre et la demande de travail s'améliorer au cours de l'année 2007 alors que toutes les autres catégories de métiers ont enregistré une meilleure adéquation en 2007.

Le taux de chômage au sens «large»[18], qui englobe les chômeurs bénéficiant d'une mesure de mise au travail ou de formation, s'établit à 6,1% en moyenne annuelle en 2007 après 6,3% en 2006 et il concerne 13 356 personnes. Cette diminution du taux large s'explique essentiellement par la baisse du nombre de mesures spéciales pour l'emploi (de l'ordre de 6% en glissement annuel), dont en moyenne 3 733 personnes ont bénéficié en 2007. Soulignons que la baisse de la part relative des mesures CATPU[19] et des SIE[20] parmi l'ensemble des mesures s'expliquerait en grande partie par l'introduction des mesures spéciales CAE[21] et CIE[22] en faveur des jeunes (qui correspondent à plus d'une personne sur huit en mesure à la fin de 2007).

1.2.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est hissée à 3,8% en moyenne en 2007 (après 3,5% l'année précédente). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que tant les « autres composantes » (1,6pp en 2007 après 1,4pp en 2006) et l'indexation automatique des salaires (2,3pp en 2007 après 2,1pp en 2006) sont à l'origine de cette évolution.

L'amélioration des conditions sur le marché du travail observée en 2007 pourrait avoir conduit à une intensification des tensions salariales en cours d'année, ce qui a contribué à la croissance des « autres composantes » du coût salarial via les salaires négociés.

TABLEAU 20 :
DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU COÛT SALARIAL MOYEN PAR MOIS ET PAR PERSONNE DANS L'OPTIQUE DE L'INDICATEUR DE COURT TERME DE L'IGSS

		Années			
		2004	2005	2006	2007
Contribution à la croissance en points de pourcentage	Indexation	2,1	2,5	2,1	2,3
	Autres composantes	1,0	1,0	1,4	1,6
Variation annuelle en %	Coût salarial total	3,1	3,5	3,5	3,8

Source: IGSS

17 Précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois, bâtiments, alimentaire, chimie, production et machiniste.
18 Non ajusté pour les variations saisonnières.
19 CATPU : Contrat d'Auxilliaire Temporaire du secteur PUblic.
20 SIE : Stage d'Insertion en Entreprise.
21 CAE : Contrat Appui-Emploi.
22 CIE : Contrat Initiation-Emploi.

Coûts salariaux unitaires et productivité : comparaison avec les pays limitrophes

Cet encadré analyse l'évolution des coûts salariaux unitaires sur la période 1996-2006, en comparant la performance du Luxembourg à celle de ses trois pays limitrophes (Allemagne, France et Belgique). Ces trois pays sont aussi ses principaux partenaires commerciaux et en 2006 ils représentaient la destination de plus de 50% des exportations luxembourgeoises de biens et près de 40% des exportations des services. Une comparaison internationale nécessite des données comparables. Pour cela, cet encadré utilise la base de données AMECO publiée par les services de la commission européenne, qui est limitée à l'année 2006.

Les coûts salariaux unitaires sont mesurés par le rapport entre le salaire par employé et la productivité du travail (PIB divisé par l'emploi total, y compris les indépendants). En général, les comparaisons internationales se basent sur les coûts salariaux unitaires ***nominaux*** (calculés à l'aide du PIB réel)[23]. Les tableau indique que le Luxembourg a connu la progression des coûts salariaux unitaires la plus importante sur la période 1996-2006 (1,95%), dépassant la Belgique et la France (1,38% et 1,22%). En Allemagne, les coûts salariaux unitaires ont même connu un léger recul en termes nominaux sur cette période (0,05%). En limitant l'analyse aux cinq années les plus récentes (2001-2006), il apparaît que la progression des coûts salariaux unitaires au Luxembourg a été plus élevée de presque 0,8 point de pourcentage par rapport à l'ensemble de la décennie.

23 En comparant les coûts salariaux unitaires *réels* la situation du Luxembourg paraît bien meilleure parce que le déflateur du PIB, qui intervient dans ce cas, a progressé plus rapidement au Luxembourg qu'à l'étranger. Par analogie, il serait erroné de comparer le prix des pommes au Luxembourg et à l'étranger en le déflatant par l'indice des prix à la consommation (qui a plus augmenté au Luxembourg que dans les pays voisins).

TABLEAU 21 :
COÛTS SALARIAUX UNITAIRES : COMPARAISON AVEC LES PAYS VOISINS

	Luxembourg	Allemagne	France	Belgique
	Moyenne 1996-2006			
Coût salariaux unitaires (1) = (2)-(3)	1,95%	-0,05%	1,38%	1,22%
Salaire par employé (2)	3,01%	1,03%	2,52%	2,49%
Productivité du travail (3)=(4)+(5)	1,06%	1,08%	1,14%	1,27%
Contribution productivité totale des facteurs (4)	0,45%	0,58%	0,64%	0,87%
Contribution capital-deepening (5)	0,61%	0,50%	0,50%	0,40%
	Moyenne 2001-2006			
Coût salariaux unitaires (1) = (2)-(3)	2,76%	-0,09%	1,98%	1,61%
Salaire par employé (2)	3,12%	0,90%	2,93%	2,65%
Productivité du travail (3)=(4)+(5)	0,36%	0,99%	0,95%	1,04%
Contribution productivité totale des facteurs (4)	-0,56%	0,51%	0,26%	0,64%
Contribution capital-deepening (5)	0,93%	0,47%	0,69%	0,40%

Sources : données Commission européenne (AMECO), calculs BCL

Notons également que sur la période 2001-2006, le recul en Allemagne a été presque deux fois plus rapide que sur l'ensemble de la décennie.

La progression des coûts salariaux unitaires peut se décomposer en la contribution du salaire par employé et la contribution de la productivité du travail (PIB par travailleur). Le Luxembourg a connu la progression la plus rapide de la rémunération par employé (3,01% en moyenne), bien supérieure à celle de la France (2,52%) et de la Belgique (2,49%), avec l'Allemagne faisant preuve d'une forte modération salariale (1,03%). Par contre, la productivité du travail a progressé moins rapidement au Luxembourg (1,06%) qu'en Belgique (1,27%) qu'en France (1,14%) ou qu'en Allemagne (1,08%). Vu que le Luxembourg a connu la progression de la productivité la plus faible et l'augmentation des salaires la plus forte, il est naturel que les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus rapidement que dans les pays voisins. En concentrant l'analyse sur les dernières cinq ans de la décennie, on constate que la progression du salaire par employé a accéléré au Luxembourg mais aussi en France et en Belgique. De plus, sur la période 2001-2006, la progression de la productivité du travail a été presque trois fois plus faible que sur l'ensemble de la décennie, contribuant ainsi à la détérioration de la position relative du Luxembourg.

La progression de la productivité du travail peut être décomposée à son tour en utilisant les hypothèses conventionnelles de la comptabilisation de la croissance économique. Supposons que le PIB observé est produit par une fonction de type Cobb-Douglas à rendements constants :

$$Y = (K)^{1-\alpha}(L)^{\alpha} PTF$$

où Y représente le PIB réel, K représente le stock de capital réel, L représente l'emploi total et PTF représente la productivité totale des facteurs. En appliquant les logarithmes naturels (ln) et prenant la première différence ($\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$), il est possible de réécrire cette équation comme suit :

$$\Delta \ln(Y/L) = (1-\alpha)\Delta \ln(K/L) + \Delta \ln(PTF)$$

Le terme à la gauche mesure le taux de croissance de la productivité du travail, qui peut maintenant être décomposée en les deux termes à la droite : l'évolution du rapport capital-travail («capital-deepening») et la progression de la productivité totale des facteurs. Il est usuel de fixer le paramètre α à la valeur moyenne de la part de la masse salariale dans le PIB nominal (sous l'hypothèse qu'en moyenne les marchés des facteurs sont à l'équilibre concurrentiel). Ceci permet de calculer la PTF en tant que résidu.

En utilisant les estimations du stock de capital dans la base AMECO[24], les résultats de cet exercice indiquent que la contribution de la productivité totale des facteurs a été la plus faible au Luxembourg, par rapport aux pays voisins et qu'elle a même été négative sur les derniers cinq ans. Ce résultat est à relativiser dans le sens que la productivité totale des facteurs n'est pas observée mais seulement estimée sur la base des hypothèses (peut-être peu réalistes) énoncées en haut. En particulier, si le facteur capital ou travail n'est pas homogène, mais subit des variations de qualité ou de composition, ces effets peuvent contaminer la productivité totale des facteurs si elle est mesurée comme décrit.

La deuxième composante de la productivité du travail est déterminée par l'évolution du rapport capital-emploi. Les résultats suggèrent que la contribution du «capital deepening» a été très importante au Luxembourg, dépassant celle dans les trois pays voisins. En particulier, cette contribution a augmenté sur les derniers cinq ans, atteignant pratiquement le double de celles observées en Allemagne et Belgique. Ceci signifie que la progression de la productivité du travail au Luxembourg est le reflet du fait que chaque travailleur avait à disposition un stock de capital plus important. Pour que cette composante fournisse une contribution positive à la productivité du travail, il faut que l'accumulation du capital progresse plus rapidement que l'emploi total. A nouveau, il faut prendre en considération que la mesure du stock de capital utilisée dans cette comparaison internationale est calculée par les services de la commission européenne sur des hypothèses qui peuvent être contestées[25]. Cependant, il est possible de tirer quelques conclusions provisoires.

24 Cette série du stock du capital du Luxembourg n'est pas calculée par le STATEC. Le STATEC n'a pas validée les séries pour le Luxembourg disponibles sur **www.eu-klems.com** non plus.

25 Pour tous les pays, le niveau initial du stock de capital est fixé à 300% du PIB en 1960.

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. Sous quelques hypothèses conventionnelles, la faible progression de la productivité du travail peut être analysée séparément. Les résultats suggèrent que celle-ci à souffert d'une 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 («capital-deepening») 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.

Est-ce que les mesures de la Tripartite ont ralenti la croissance des salaires ?

1. Présentation des mesures de la Tripartite et de leurs objectifs en termes de « modération salariale »

Le Comité de Coordination Tripartite qui s'est tenu en avril 2006 a constaté un certains nombre de disfonctionnements et de faiblesses du Luxembourg au niveau des finances publiques, du marché du travail et du logement ainsi que de l'inflation. Partant de ce diagnostique, les partenaires sociaux et le Gouvernement sont parvenus à un accord sur un ensemble de mesures destinées à remédier à ces déséquilibres en vue de restaurer la compétitivité de l'économie. Dès lors, afin de limiter les effets de l'inflation élevée sur la croissance des salaires notamment, les partenaires sociaux et le Gouvernement ont modulé à cette occasion le mécanisme d'indexation automatique des salaires pour la période 2006-2009 comme suit :

- La tranche indiciaire qui aurait dû s'appliquer au mois d'août 2006 a été reportée au 1er décembre 2006.

- Aucune tranche indiciaire n'a été appliquée en 2007, étant entendu que les partenaires sociaux et le Gouvernement avaient convenu de limiter le mécanisme de l'indexation des salaires au paiement d'une tranche indiciaire par an pour les années 2006, 2008 et 2009.

- La tranche indiciaire pour 2007 qui était initialement prévue pour janvier 2008 a été reculée de deux mois supplémentaires, donc au 1er mars 2008, car le prix du baril de pétrole Brent a dépassé les 63 USD en moyenne pour le restant de l'année 2006 et l'année 2007.

- L'application de la tranche indiciaire suivante a été fixée au plus tôt au 1er janvier 2009. Le mécanisme de correction lié à l'évolution des prix pétroliers vaut également pour cette tranche indiciaire qui pourrait, le cas échéant, être reportée au 1er mars 2009.

Ces mesures seront appliquées jusqu'au 31 décembre 2009.

Par ailleurs, le dernier engagement qui avait été pris pour maîtriser la croissance des salaires se caractérise par le fait que le Gouvernement avait déclaré vouloir introduire « une pause dans les augmentations salariales dans la fonction publique pour les années 2007 et 2008 » dans ce secteur.

2. Impact des mesures de la Tripartite sur la croissance des salaires

En vue de quantifier l'impact de la modulation du mécanisme d'indexation des salaires sur la croissance de la rémunération moyenne par salarié, deux cas de figure sont présentés simultanément dans le tableau ci-dessous. La première partie du tableau décrit l'évolution des salaires dans le cas où la Tripartite n'aurait pas procédé à une modulation de l'indexation c'est-à-dire qu'elle aurait maintenu l'indexation automatique. La seconde partie du tableau retrace l'évolution des salaires avec l'application de la modulation de l'indexation. A noter que ces scénarios limitent l'analyse de l'impact de la modulation à la croissance des salaires et ne prennent pas en considération les éventuels effets sur la production et l'emploi.

Concrètement, à la lecture de ce tableau, il apparaît que le report de l'application de la tranche indiciaire d'août à décembre 2006 a ralenti la croissance du coût salarial au Luxembourg en 2006 contribuant à une moindre croissance des coûts salariaux unitaires. Par contre, en 2007, la modulation a généré une hausse de la croissance des salaires comparativement à la situation qui aurait

TABLEAU 22 :
IMPACT DE LA « MODULATION DE L'INDEXATION » SUR LA CROISSANCE DES SALAIRES :

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Cumul 03-05	Moyenne 03-05	Cumul 06-08	Moyenne 06-08
Sans modulation de l'indexation										
(1) Salaire réel	0,1	1,9	1,3	2,5	1,2	1,3	3,3	1,1	5,0	1,7
(2) Contribution de l'indexation	2,1	2,1	2,5	2,9	1,7	3,4	6,7	2,2	7,9	2,6
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	2,2	3,9	3,8	5,4	2,8	4,7	10,0	3,3	12,9	4,3
(4) Productivité du travail	0,3	2,6	2,1	2,3	0,3	0,2	5,0	1,7	2,8	0,9
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	1,9	1,3	1,7	3,1	2,6	4,5	5,0	1,7	10,1	3,4
Avec modulation de l'indexation										
(1) Salaire réel	/	/	/	2,5	1,2	1,3	/	/	5,0	1,7
(2) Contribution de l'indexation	/	/	/	2,1	2,3	2,1	/	/	6,4	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	/	/	/	4,5	3,5	3,4	/	/	11,4	3,8
(4) Productivité du travail	/	/	/	2,3	0,3	0,2	/	/	2,8	0,9
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	/	/	/	2,2	3,2	3,2	/	/	8,6	2,9

Source : BCL

prévalue avec le mécanisme automatique mais qui s'explique par le report de la tranche indiciaire d'août 2006 laquelle a joué comme un effet de base. Enfin, le report de la tranche indiciaire à mars 2008 devrait contribuer au ralentissement de la croissance de la rémunération par salarié au cours de 2008[26].

Au total, au cours de ces trois années sous revue, la modulation de l'indexation des salaires a, en moyenne, réduit la contribution de l'indexation à la croissance des salaires et, elle a ainsi favorisé une modération de l'évolution des coûts salariaux unitaires toutes choses demeurant égales par ailleurs.

Paradoxalement, la croissance de la rémunération par salarié a été en moyenne plus modérée au cours des trois années qui ont précédé l'introduction de la modulation qu'au cours de celles qui ont suivi (3,3% de 2003 à 2005 puis 3,8% en moyenne de 2006 à 2008 après l'introduction de la modulation). Plus en détail, il apparaît également que la croissance annuelle moyenne du salaire réel de 2003 à 2005 (1,1%) a été plus modérée que celle observée en moyenne de 2006 à 2008 (1,7%). Ainsi, les augmentations réelles ont compensé la modération introduite par la modulation du mécanisme d'indexation.

En outre, on peut s'interroger si la décision du Gouvernement sur l'introduction d'une « pause » des augmentations salariales négociées pour les années 2007 et 2008 dans le secteur public a été suivie d'effets. L'accord salarial dans la fonction publique signé suite à la Tripartite accorde d'une part, en 2007 et 2008 une allocation sous forme de prime unique de 0,9% du traitement barémique payée en décembre de chacune de ces années ; puis d'autre part, il octroie en 2009 une augmentation de l'indice de base des rémunérations de 1,5% qui intervient avec effet au premier janvier. Dès lors, l'application de cette nouvelle convention collective a contribué à la hausse des salaires négociés dans la fonction publique de sorte que cet accord salarial a, au total, renchéri la croissance des salaires négociés du secteur public de 0,9pp en 2007[27]. Ce qui correspond

26 Les données relatives à l'année 2008 sont des projections de la BCL.

27 0,0pp en 2008 car il s'agit du versement d'une prime unique.

TABLEAU 23 :
AUGMENTATIONS SALARIALES POUR LES ANNÉES 2007 ET 2008 DANS CE SECTEUR PUBLIC :

	2006	2007	2008
Si la pause dans les augmentations salariale avait été effective			
Salaire négocié dans la fonction publique	0,8	0,0	0,0
(1) Salaire réel	2,4	1,0	1,3
(2) Contribution de l'indexation avec modulation	2,1	2,3	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	4,5	3,3	3,4
Avec l'accord salarial qui a été signé dans la fonction publique pour 2007, 2008 et 2009			
Salaire négocié dans la fonction publique	0,8	0,9	0,0
(1) Salaire réel	2,4	1,3	1,3
(2) Contribution de l'indexation avec modulation	2,1	2,3	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	4,5	3,5	3,4

Source : BCL

à un impact de +0,2pp à la rémunération moyenne par personne en 2007 dans l'ensemble de l'économie.

Les mesures de la Tripartite ont donc modéré la croissance des salaires au Luxembourg contribuant ainsi au ralentissement de la croissance des coûts salariaux unitaires de 2006 à 2008. Néanmoins, la « pause dans les augmentations salariales dans la fonction publique » n'as pas été suivie au sens strict. Il faut cependant noter que cette analyse a été réalisée en faisant l'hypothèse que les mesures prises n'avaient pas de retombées indirectes sur l'évolution des salaires. Les hausses plus contenues des coûts salariaux unitaires qui résultent somme toute de l'application de la modulation de l'indexation au cours des trois années sous revue ne peuvent cependant pas être interprété en soi comme une amélioration de la compétitivité coûts salariaux du Luxembourg. Une amélioration de la compétitivité ne peut résulter que d'une moindre augmentation des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux (voir encadré relatif à l'évolution de la compétitivité prix/coûts du Luxembourg).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

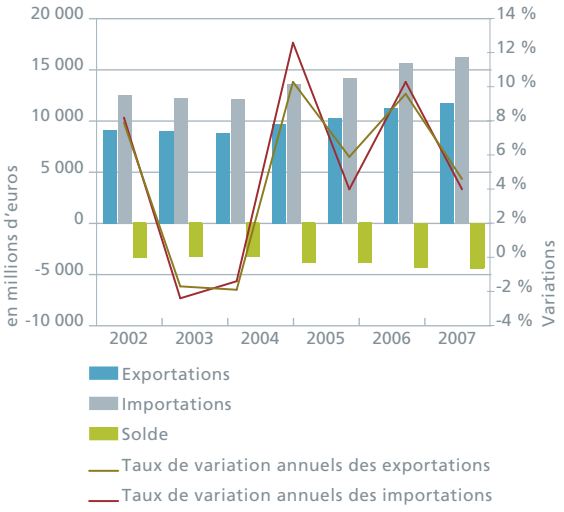
1.2.8 Le commerce extérieur

A l'instar de la zone euro, le rythme de progression du commerce extérieur du Luxembourg s'est nettement ralenti au cours de l'année 2007. Les exportations ont augmenté de 4,6% pour atteindre 11,8 milliards d'euros en 2007, alors qu'elles avaient progressé de 9,6% en 2006. De même le taux de croissance des importations a fortement ralenti à 4% en 2007 (pour s'établir à 16,3 milliards d'euros) contre 10,3% en 2006. En conséquence, le déficit commercial du Luxembourg s'est accru à un rythme plus lent en 2007 (+2,3% à 4,4 milliards d'euros). Les dernières données disponibles sur le premier trimestre de 2008 indiquent une tendance baissière (-1%) des échanges de biens, tant pour les exportations que pour les importations de biens. Le déficit du commerce extérieur s'est de ce fait légèrement contracté (-1,1%) pour atteindre 946 millions d'euros au premier trimestre de 2008.

Au cours de l'année 2007, les exportations ont été tirées à la hausse par les livraisons de l'industrie sidérurgique qui a continué à bénéficier à la fois d'une forte demande internationale et d'un niveau élevé du prix de l'acier. Les ventes de ce secteur ont ainsi progressé de 7,5% pour atteindre 3,9 milliards d'euros, soit 33% de toutes les exportations luxembourgeoises en 2007. A cela s'ajoute la bonne tenue des expéditions de produits chimiques (+6,2%) et du matériel de transport (+10,4%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 5,3%. En revanche, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro, particulièrement celles à destination des Etats-Unis et des pays émergents d'Asie, ont fortement baissé, probablement en raison de l'appréciation de l'euro face au dollar.

La hausse de 4% des importations de biens est due en grande partie aux achats de matériel de transport (+18%), de machines et équipements (+4,4%) ainsi qu' aux approvisionnements en matières premières (+3,8%) et en produits alimentaires (+4,9%). Les importations en provenance de la zone euro (86% des importations de 2007), ont augmenté de 4%. En dehors de la zone euro, les importations en provenance des pays émergents d'Asie et du Japon se sont contractées tandis que celles provenant des Etats-Unis ont fortement augmenté suite à l'acquisition d'un aéronef.

GRAPHIQUE 34 :
COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



Source : STATEC

Les indicateurs de compétitivité prix/coûts, peuvent-ils expliquer la croissance des exportations ?

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 accompagné au passé par une croissance robuste des exportations luxembourgeoises. Cet encadré explique ce paradoxe apparent en décomposant la croissance des exportations en une composante liée à la compétitivité prix-coûts et une autre liée à la demande étrangère adressée au Luxembourg.

Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des mesures du taux de change effectif déflatées par différents indicateurs des prix ou des coûts. Ainsi, ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg[28], toujours exprimés dans une devise commune. La pondération attachée à chaque pays partenaire est une fonction de son importance dans les échanges commerciaux du Luxembourg.

Le graphique ci-dessous présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg qui ont été prolongés jusqu'en 2010 à l'aide des récentes projections de l'Eurosystème[29]. 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). Selon l'indicateur basé sur les prix à la consommation, la tendance ascendante est confirmée par les observations les plus récentes. La détérioration en 2007 est chiffrée à 1,56% et au premier trimestre 2008 (dernière observation disponible) cet indicateur progresse à un rythme annuel de 2,01%. Selon les projections, la détérioration devrait atteindre 2,08% en 2008, et se prolonger en 2009-2010 mais à un taux réduit (0,41% et 0,22%). L'indicateur basé sur le déflateur du PIB enregistre une détérioration de 1,05% en 2007 et au dernier trimestre 2007 (dernière observation disponible) cet indicateur progressait au rythme annuel de 0,04%. Les projections indiquent une détérioration de seulement 0,32% en 2008 mais autour de 0,70% en 2009 et 2010.

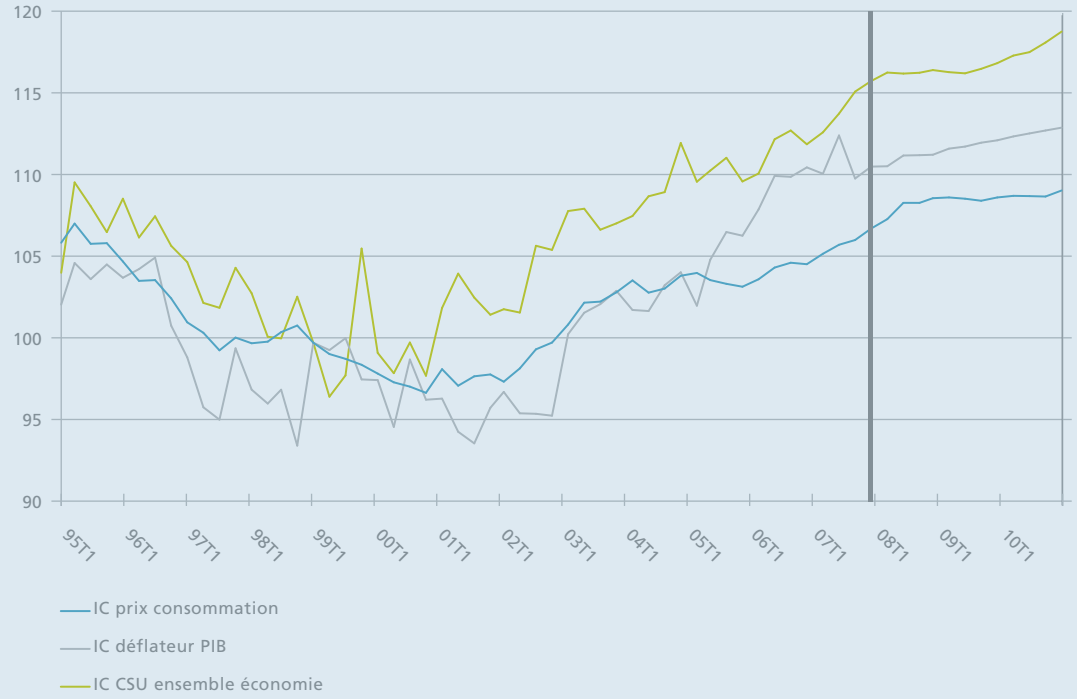
L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie indique une détérioration de la compétitivité de 2,31% en 2007 et en 2007T4 (dernière observation disponible) il progressait au rythme annuel de 3,46%. Selon les projections, la détérioration continuera avec une augmentation de 1,74% en 2008, 0,15% en 2009, et 1,25% en 2010. Il est important de noter que ces derniers développements représentent la continuation d'une détérioration prolongée de la compétitivité depuis l'entrée du Luxembourg dans l'union économique et monétaire européenne. Comme illustré par le graphique, les trois indicateurs ont été caractérisés par une tendance ascendante (détérioration de la compétitivité) depuis plusieurs années. L'indicateur basé sur les prix à la consommation a entamé cette phase de détérioration en 2001 et a augmenté de 0,6% en moyenne annuelle sur la période 1999T1 à 2007T4. Pour l'indicateur basé sur le déflateur du PIB, la phase débute seulement en 2002 et la moyenne annuelle est de 1,7% sur la même période. Le dernier indicateur, basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie, a commencé sa détérioration en 2001 et a augmenté à un taux moyen de 1,4% sur 1999T1-2007T4.

Comment réconcilier la détérioration de la compétitivité-prix/coûts observée depuis 2001 avec la bonne performance de l'économie et plus particulièrement des exportations luxembourgeoises sur la période ? Il faut d'abord reconnaître que les exportations dépendent non seulement de l'évolution des prix/coûts

28 Les pays partenaires considérés sont les autres 26 membres de l'union européenne et onze autres pays : 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.

29 Notons que les projections des déflateurs se limitent aux quinze pays membres de la zone euro et le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

GRAPHIQUE 35 :
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, FMI, et calculs BCL

relatifs, mais aussi de la croissance de la demande étrangère adressée au Luxembourg. Cette dernière est mesurée ici par une moyenne pondérée des importations réelles des principaux partenaires commerciaux du Luxembourg, avec des pondérations qui reflètent l'importance de chaque pays dans le commerce extérieure du Luxembourg. Il s'agit d'un indicateur avec structure et couverture géographique similaires à ceux des indicateurs du taux de change effectif présentés en haut[30]. Il est alors possible d'estimer une équation pour les exportations du Luxembourg, en les reliant à cette mesure de la demande étrangère et à une mesure de la compétitivité prix-coûts[31]. Le tableau suivant présente les résultats de ces estimations[32]. Chaque ligne représente une équation d'exportations estimée avec un indicateur de compétitivité prix-coûts différent[33]. En chaque cas, l'équation est estimée avec des données trimestrielles (désaisonnalisées) de 1996T1 à 2007T4 en utilisant une spécification en mécanisme à correction d'erreurs. La première colonne présente le coefficient d'ajustement vers l'équilibre de long terme. Cet équilibre est caractérisé à son tour par les élasticités des exportations dans les deux colonnes suivantes[34].

30 Les importations réelles des pays partenaires sont exprimées en devise commune et avec la même année de base

31 Goldstein et Khan (1985) «Income and Price Effects in Foreign Trade» Handbook of International Economics, Elsevier.

32 Les résultats ici se réfèrent aux exportations de biens et services. Des résultats semblables sont obtenus quand l'exercice est répété séparément pour les exportations de biens et les exportations de services.

33 Ca'Zorzi et Schnatz (2007) "Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?" ECB Working Paper 833.

34 Tous les coefficients sont statistiquement différents de zéro. L'équation intègre trois retards des toutes les variables en taux de croissance (dynamique de

TABLEAU 24 :
INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ – IMPACT SUR LES EXPORTATIONS (1996T1-2007T4)

	Paramètres estimés			Contributions à la croissance des exportations (moyenne 7.92%)		
		Elasticité des exportations				
	correct. erreurs	demande étrangère	compétitivité prix-coûts	demande étrangère	compétitivité prix-coûts	résidu
prix cons.	-0,81	1,53	-0,60	9,29	-1,00	-0,37
déflateur PIB	-0,69	1,34	-0,30	8,10	0,06	-0,23
prix production	-0,78	1,39	-0,22	8,52	-0,30	-0,29
CSU total	-0,73	1,34	-0,37	8,14	0,07	-0,29
CSU manuf.	-0,78	1,34	-0,25	8,06	0,09	-0,22
déflateur exportations	-0,80	1,43	-0,33	8,70	-0,52	-0,25

Sources : calculs BCL, données ECB, STATEC

En comparant les différentes lignes, on constate que les résultats sont assez semblables pour tous les indicateurs de compétitivité prix-coûts considérés. En chaque cas, le terme à correction d'erreurs est compris entre zéro et -1, comme exigé pour la stabilité de l'équation. L'ajustement est toujours rapide : 69% à 81% des écarts par rapport à l'équilibre de long terme sont éliminés après un seul trimestre[35]. Dans la colonne suivante, on observe que les élasticités (de long terme) des exportations par rapport à la demande étrangère sont toujours positives, comme anticipé par la théorie. Cependant, ils sont toujours statistiquement supérieurs à l'unité, ce qui représente un problème du point de vue théorique. En effet, à long terme les exportations luxembourgeoises ne peuvent pas augmenter plus rapidement que la demande étrangère. Toutefois, ce résultat est conforme à l'expérience depuis 1996 et contraindre cette élasticité à l'unité peut introduire une erreur de mauvaise spécification générant un biais dans l'estimation des autres paramètres[36]. Des élasticités différentes de l'unité sont souvent observées pour d'autres pays et il est généralement recommandé de les tolérer[37]. Dans la troisième colonne, on observe que les élasticités des exportations par rapport au différentes mesures de la compétitivité prix-coûts sont toujours négatives, comme attendu, mais aussi relativement faibles (de -0,22 à -0,60). Ceci veut dire qu'une détérioration de 5% de la compétitivité implique une réduction de seulement 1,1% à 3% des exportations. La faiblesse des élasticités des exportations par rapport à la compétitivité prix-coûts est un résultat déjà observé pour d'autres pays de l'Europe continentale[38]. Pour résumer, la perte de compétitivité prix-coûts à un impact sur les exportations qui est négatif et statistiquement significatif au Luxembourg, mais il est d'une importance économique limitée.

La partie à droite du tableau utilise les équations estimées pour décomposer la croissance moyenne des exportations luxembourgeoises sur la période 1996T1-2007T4. Les équations sont simulées sous deux scénarios différents. Dans le premier, la compétitivité prix-coûts (représentée par les différents indicateurs en chaque ligne) est maintenue à son niveau de 1995T4 jusqu'en 2007T1. Dans le second scenario, c'est la

court terme) et les résultats des tests sont cohérents avec l'absence d'auto-corrélation des résidus jusqu'au quatrième ordre.

35 Pour chaque indicateur de compétitivité prix-coûts, l'existence d'une relation de cointégration est indiquée par le rejet de l'hypothèse selon laquelle ce coefficient est zéro.

36 D'ailleurs, la contrainte d'une élasticité unitaire est rejetée par le test de Wald pour chacune des équations estimées.

37 Krugman (1989) «Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates», European Economic Review, 33, 1031-1054.

38 Hooper, Johnson et Marquez (2000) "Trade Elasticities for the G-7 Countries" Princeton Studies in International Economics, no. 87.

demande étrangère qui est maintenue à son niveau de 1995T1. Il résulte de cet exercice que (pour tous les indicateurs de compétitivité prix-coûts considérés) la demande étrangère a été déterminante pour la croissance des exportations, représentant une contribution moyenne de 8,06% à 9,29%. Par contre, la contribution moyenne de la compétitivité prix-coûts a été négative ou près de zéro (même si pour des trimestres individuels elle a été importante). En effet, la contribution moyenne de la compétitivité prix-coûts a été comparable (ou même inférieure) à la contribution résiduelle (la croissance des exportations qui n'est pas expliquée par les équations estimées), qui est rapportée dans la dernière colonne.

En conclusion, la détérioration de la compétitivité prix-coûts a marginalement réduit les exportations luxembourgeoises sur la période 1996T1-2007T4. Cependant, dans un contexte de forte croissance de la demande étrangère adressée au Luxembourg cet effet compétitivité n'a pas été déterminant. La forte élasticité des exportations luxembourgeoises face à la demande étrangère pourrait indiquer que les exportateurs bénéficient d'autres facteurs de compétitivité (qualité, spécialisation) qui ont compensé les effets négatifs de la détérioration de la compétitivité prix-coûts. Dans une perspective plus large, il faut tenir compte du fait que l'économie mondiale vient de traverser une phase exceptionnelle de forte croissance du commerce international. Ceci a bénéficié au Luxembourg, minimisant les effets négatifs de la détérioration de sa compétitivité prix/coûts. Cependant, le Luxembourg reste particulièrement vulnérable à un ralentissement, voire une baisse, du commerce international. Les valeurs élevées des élasticités des exportations luxembourgeoises face à la demande étrangère indiquent qu'un tel développement au niveau mondial pourrait avoir un impact magnifié au Luxembourg. Il est donc important que les autorités luxembourgeoises maintiennent leur opposition aux tendances protectionnistes de plus en plus présentes dans le débat public.

1.2.9 La balance des paiements

1.2.9.1 Compte courant

Le compte courant du Luxembourg s'est soldé par un excédent de 3,6 milliards d'euros sur toute l'année 2007, soit un niveau quasi-identique à celui enregistré au cours de l'année 2006. Cette stabilité masque des évolutions très divergentes dans les quatre principaux soldes partiels du compte courant. L'importante amélioration du surplus des services a en effet été fortement compensée par l'aggravation des déficits des revenus et des transferts courants. Le déficit des marchandises s'est quant à lui légèrement résorbé.

L'excédent des services a enregistré une croissance de 17,8% pour atteindre 19,4 milliards d'euros sur toute l'année 2007 contre 16,5 milliards en 2006. Cette évolution positive est liée à l'amélioration continue des services financiers dont le solde positif a atteint un nouveau record en 2007(+20% à 15,4 milliards). La performance des exportations nettes de services financiers s'explique en grande partie par l'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception des commissions financières. Toutefois comparé à l'année 2006 où le rythme de progression de l'excédent des services financiers avait atteint 34%, la croissance de 20% enregistrée en 2007 s'est nettement ralentie, surtout à partir du second semestre sous l'effet des turbulences accrues sur les marchés financiers internationaux. Parmi les autres services, on notera l'amélioration des excédents des services d'assurance et des services aux entreprises tandis que les services de communication et d'information ont reculé suite à la vente à des non-résidents de l'activité d'un important acteur dans le domaine informatique.

La légère réduction de 2,5% du déficit des marchandises s'explique par les recettes en hausse des ventes de carburant aux professionnels routiers non résidents et par le solde positif des transactions sur or non monétaire. La détérioration du solde des revenus (+27% à 10,7milliards d'euros en 2007) reflète non seulement l'augmentation (+14,6%) des rémunérations nettes des frontaliers mais aussi l'aggravation du solde négatif du revenu des investissements qui a atteint 5 milliards d'euros (+43,8%) en 2007, en grande partie sous l'effet des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents.

Enfin, le creusement du déficit des transferts courants qui s'est établi à 1,7 milliard d'euros en 2007 (+71,4%) est du à plusieurs facteurs dont l'aide publique au développement et surtout la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème. Toutefois l'impact négatif de la réallocation des revenus monétaires sur la balance courante convient d'être relativisé. Le transfert des revenus monétaires dans le cadre des arrangements internes à l'Eurosystème trouve indirectement sa contrepartie positive sous forme d'intérêts perçus par les établissements de crédit résidents qui prêtent aux non-résidents une partie des fonds que la BCL met à leur disposition dans le cadre des opérations de politique monétaire.

1.2.9.2 Compte financier

Les transactions financières du Luxembourg se sont soldées par une sortie nette de capitaux de 3,5 milliards d'euros sur toute l'année 2007 contre 3,7 milliards en 2006. Dans les différentes composantes du compte financier, les sorties nettes ont affecté les flux d'investissements directs (46 milliards d'euros) et les flux d'autres investissements (73,8 milliards) tandis que les flux d'investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 114,6 milliards d'euros.

Au cours de l'année 2007, les flux d'investissements directs étrangers au Luxembourg ont totalisé 86,8 milliards d'euros contre un niveau record de 132,9 milliards d'euros pour les investissements directs luxembourgeois à l'étranger[39]. Les 45 milliards d'euros de sorties nettes ont porté, à concurrence de 25,3 milliards, sur les opérations en capital social et, pour le reliquat, sur les prêts intra-groupes. Les sorties nettes au titre d'opérations en capital correspondent essentiellement à la deuxième phase de la fusion entre Arcelor S.A et Mittal Steel N.V, entreprise de droit néerlandais. Au cours de cette deuxième phase, Mittal Steel N.V a été absorbée par ArcelorMittal, société de droit luxembourgeois.

Dans les flux d'investissements de portefeuille, suite aux turbulences observées sur les marchés financiers internationaux, le comportement de méfiance générale

39 Ces données sont provisoires car elles n'intègrent pas, à la date de rédaction du présent Rapport, un grand nombre de transactions d'investissements directs, provenant de sources administratives au Mémorial C.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

envers les titres étrangers observé dans la zone euro, surtout à partir du mois d'août 2007, s'est confirmé également au Luxembourg. Les investisseurs non-résidents ont ainsi réduit leurs placements dans les parts d'OPC luxembourgeois (cfr. section xxx ci-dessus). Toutefois les transactions sur titres de participation se sont globalement soldées par des entrées nettes en forte hausse à 174 milliards d'euros en 2007, contre 95 milliards en 2006. Cela s'explique d'une part par le recul plus prononcé des achats d'actions étrangères par les résidents, et d'autre part, par l'apport des actions de Mittal Steel N.V détenues par les actionnaires minoritaires non-résidents dans le cadre de la fusion évoquée ci-dessus.

S'agissant de titres de créance, contrairement à la zone euro qui a enregistré des entrées nettes sur ce poste, le Luxembourg a subi des sorties nettes en forte hausse à 59,6 milliards d'euros en 2007 (, contre 37,7 milliards en 2006). Cela reflète, dans un contexte de crise financière, une certaine prudence des investisseurs résidents qui ont préféré réduire considérablement leurs placements en actions au profit des obligations étrangères.

Les sorties nettes de 73,8 milliards d'euros dans les autres investissements (prêts et dépôts) sont à la fois attribuées aux institutions financières monétaires (BCL incluse à concurrence de 12,8 milliards) et aux autres secteurs (OPC non-monétaires, sociétés Holdings et SOPARFI) qui ont accru respectivement de 44,7 milliards et de 28,8 milliards d'euros leurs avoirs nets sur le reste du monde.

TABLEAU 25 :
BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG (1)[1]

UNITÉ: MILLION EUR	2006			2007		
	Crédit	Débit	Solde	Cébit	Débit	Solde
Compte Courant	151 625	148 078	3 547	173 911	170 341	3 570
Marchandises	13 061	16 564	-3 503	13 457	16 872	-3 416
Services	40 526	24 048	16 478	45 682	26 273	19 408
Revenus	93 564	101 977	-8 413	110 299	120 983	-10 683
Transferts courants	4 475	5 490	-1 015	4 473	6 212	-1 740
Compte de Capital	44	281	-237	57	176	-120
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
Compte Financier [2]			-3 671			-3 533
Investissements directs [3]	-88 175	99 565	11 390	-132 865	86 798	-46 067
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-71 719	90 812	19 092	-90 734	65 436	-25 298
Autres opérations, Prêts intragroupes	-16 455	8 753	-7 702	-42 131	21 363	-20 769
Investissements de portefeuille	-143 289	200 621	57 332	-114 104	228 729	114 625
Titres de participation	-83 482	178 500	95 017	-33 642	207 927	174 285
Titres de créance	-59 807	22 122	-37 686	-80 462	20 802	-59 660
Produits financiers dérivés			8 070			1 607
Autres investissements	-210 392	129 904	-80 487	-186 182	112 423	-73 759
Avoirs de réserve			24			61
Erreurs et Omissions			362			83

1 Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.
2 Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une entrée, un signe positif une diminution
3 Pour le investissement directs, les avoirs se refèrent aux investissements direct à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

Les opérations de la BCL en tant qu'Autorité monétaire dans la balance des paiements et la position extérieure globale du Luxembourg

Introduction

Cet encadré relatif aux opérations de la BCL en tant qu'Autorité monétaire dans la balance des paiements[40] et la position extérieure globale[41] du Luxembourg porte principalement sur les opérations ayant un lien direct avec son statut d'autorité monétaire. Ainsi, le rôle de la banque centrale nécessite un traitement spécifique, notamment une sectorisation des transactions permettant d'identifier comment une autorité monétaire peut financer les déséquilibres de balance de paiement. En d'autres termes, le solde des transactions du secteur autorité monétaire résident est la contrepartie directe du solde des transactions du secteur non-monétaire résident. C'est ici qu'apparaît l'intérêt, pour la politique monétaire, de l'analyse de la balance des mouvements non-monétaires. Cette balance indique quelle répercussion peuvent avoir, sur la création monétaire, les opérations de l'économie avec l'étranger. En effet, le solde des opérations entre résidents "non-monétaires" et non-résidents, qui sont inclues dans cette balance dans leur totalité, donne nécessairement lieu à des opérations de paiements qui, elles, impliquent à la fois une variation des avoirs extérieurs nets des organismes monétaires nationaux et une variation du stock monétaire.

Afin de remplir ses obligations statistiques, les opérations réalisées par la BCL font partie intégrante du reporting statistique régulier dans le cadre de la balance des paiements. La BCL transmet donc à la Banque centrale européenne (BCE) ses statistiques de balance des paiements et de position extérieure, afin de permettre à celle-ci d'établir la balance des paiements et la position extérieure de l'UEM et de détecter de cette façon p.ex. un déséquilibre au niveau de la balance extérieure. Cette collecte régulière inclut entre autres les opérations conduites dans le cadre de la politique monétaire, les opérations avec la BCE et d'autres institutions supranationales (Fonds monétaire international, ...) ainsi que les opérations de gestion journalière.

Les opérations sous revue concernent essentiellement les avoirs de réserve, les investissements en portefeuille et les autres investissements de la BCL. Finalement, il faudra préciser, que la nomenclature utilisée par la BCL est celle définie par le Fonds Monétaire International (FMI) dans la cinquième édition du Manuel de la Balance des Paiements (BPM5).

1. Les avoirs de réserve

Le BPM5 a introduit une composante spécifique dans la balance des paiements et la position extérieure qui est celle des Avoirs de réserve. Les avoirs de réserves sont ceux détenus par les Autorités monétaires d'un pays (ou d'une zone monétaire) pour faire face, notamment, aux besoins de financement de la balance des paiements et l'intervention sur les marchés de change.
Afin de pouvoir jouer ce rôle, ces avoirs financiers doivent exister (les lignes de crédit sont donc par exemple exclus), être sous le contrôle effectif de la BCL et, finalement, être disponible en cas de besoin.

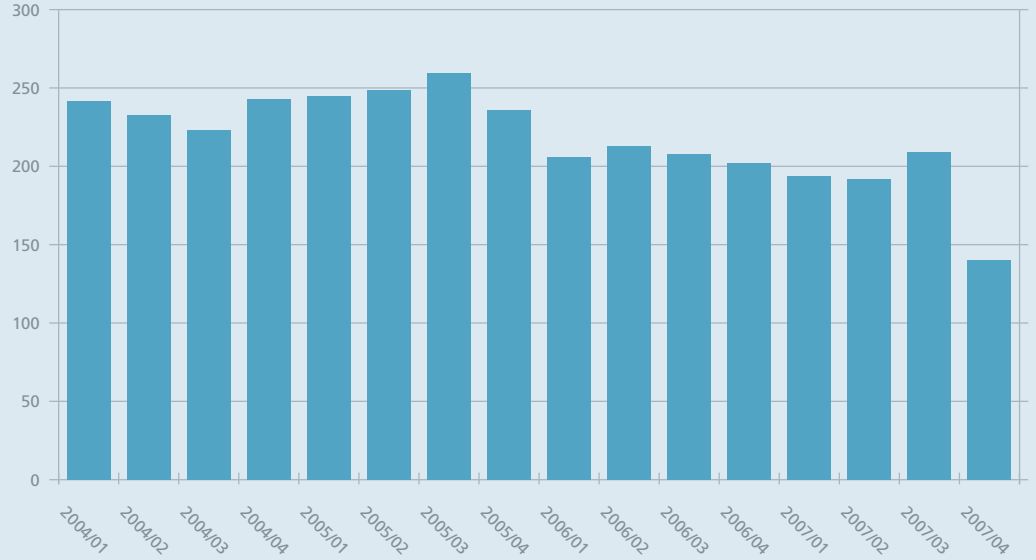
En particulier, il convient d'indiquer la différence existant entre les avoirs de réserve et les avoirs en titres (investissements de portefeuille) et les dépôts monétaires. Ne sont classés parmi les avoirs de réserves que les avoirs en monnaies autres que l'Euro et qui sont émis, déposés ou investis auprès d'entités économiques qui ne sont pas résidentes d'un des pays membres de l'Union monétaire.

Les avoirs de réserve détenus par la BCL se composent des positions suivantes :

40 La balance des paiements est un état statistique qui retrace sous une forme comptable l'ensemble des flux d'actifs réels, financiers et monétaires entre les résidents d'une économie et les non-résidents au cours d'une période déterminée.
Les flux économiques et financiers à l'origine de ces opérations sont répartis en distinguant le compte des transactions courantes (échanges de biens de services, de revenus et de transferts courants), le compte de capital (transferts en capital) et le compte financier (investissements directs ou de portefeuille).

41 La position extérieure globale (PEG) est un état statistique qui recense les avoirs et les engagements financiers extérieurs d'un pays à un moment donné. La PEG est établie sur base trimestrielle.

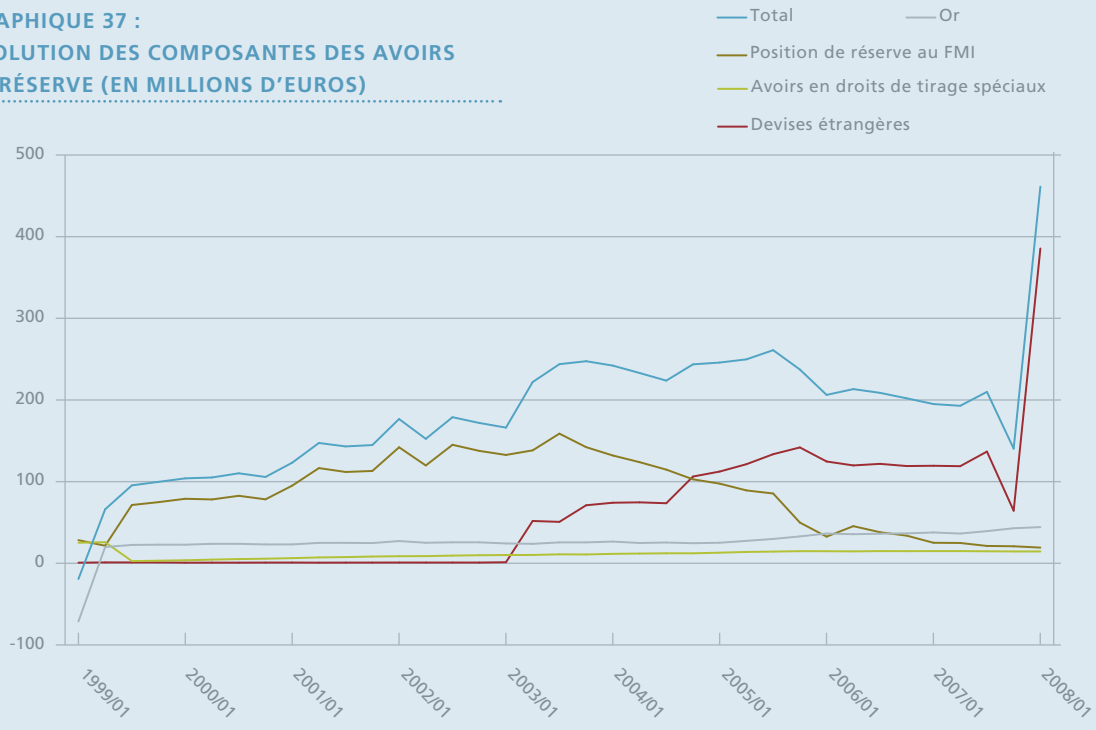
GRAPHIQUE 36 : EVOLUTION[1] DE LA POSITION D'AVOIRS DE RÉSERVE (EN MILLIONS D'EUROS[2])



Source : BCL

1 Tous les graphiques reprennent des données trimestrielles
2 Les chiffres de 2007 sont provisoires et sujet à révision

GRAPHIQUE 37 : EVOLUTION DES COMPOSANTES DES AVOIRS DE RÉSERVE (EN MILLIONS D'EUROS)



Source : BCL

– L' or monétaire

Sont concernées, toutes les opérations sur or monétaire si la transaction a lieu avec une banque centrale ou une autorité monétaire. Les transactions sur or ayant lieu avec un autre intermédiaire ne figurent pas parmi les avoirs de réserve.

– Les avoirs en droits de tirage spéciaux

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 des droits de tirage spéciaux (DTS, crées par le FMI en 1970). Les DTS sont des actifs de réserve créés ex nihilo que le FMI 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 au FMI

La position de réserve correspond à la différence entre la quote-part totale du Luxembourg auprès du FMI et les avoirs en euros détenus par le FMI auprès de la BCL.

– Les avoirs en devises étrangères

Ces derniers comprennent notamment les titres émis par des non-résidents de la zone euro, les espèces en devise et les dépôts en devise auprès des institutions monétaires étrangères (établies hors zone euro). La différence entre les titres figurant parmi les avoirs de réserve et ceux figurant parmi les autres avoirs provient essentiellement de deux critères : a) le critère de résidence de l'émetteur ou de la contrepartie (résident hors zone euro ou non) ; b) la devise d'émission (euro ou autre devise).

Alors que la BCL produit depuis 1999 la position des avoirs de réserve, suite à la création du SEBC et sa propre création, les données BOP et PEG sont uniquement compilées à partir de 2002.

L'accroissement noté vers le début de 2008 trouve son origine dans l'investissement de devises hors de la zone Euro. Suivant la méthodologie du FMI, ces placements devront alors être inclus dans les devises étrangères / avoirs de réserve.

Fin décembre 1998[42], la BCL avait contracté un emprunt-or auprès de la Banque nationale de Belgique (BNB) dont une partie avait été vendue immédiatement. Cet emprunt avait été rendu nécessaire du fait que le parlement belge n'avait pas pu ratifier à temps l'accord intergouvernemental du 23 novembre 1998 sur une interprétation commune des protocoles régissant l'association monétaire entre la Belgique et le Luxembourg qui prévoyait, entre autres, une vente de la BNB en faveur de la BCL d'environ 11 tonnes d'or au prix historique. Au cours du mois de janvier 1999, la BCL a transféré une partie de l'or à la BCE et a vendu une autre partie. Le traitement statistique, tel qu'il est d'usage depuis la fin 1999, spécifie que les emprunts et les dépôts d'or monétaire n'affectent pas la position en or monétaire d'une banque centrale. Ainsi, la banque centrale contractant un emprunt-or ne peut pas inclure l'or emprunté dans sa position d'or monétaire. Du fait que la BCL s'est défaite de l'or monétaire emprunté, la position en or monétaire doit indiquer une position négative égale à la différence entre l'or monétaire détenu (sans prendre en compte l'emprunt contracté) et les ventes et le transfert réalisés. La position en or négative s'est résorbée en juin 1999 lors de l'acquisition définitive de l'or monétaire.

2. Les investissements en portefeuille

La gestion des avoirs de la BCL figure parmi les investissements en portefeuille. Les principaux objectifs de ces investissements sont de générer un revenu élevé régulier et d'assurer, à long terme, un rendement total tenant compte de considérations de sécurité du capital, de stabilité des valeurs et de liquidité. Sont considérés comme investissements en portefeuille entre autres les actions, obligations (constituant la majeure partie de ces investissements) et les instruments du marché monétaire du côté engagements ainsi que du côté avoirs. Il faut toutefois préciser que la BCL n'émet pas de titres et qu'il n'y a par conséquent pas de position au niveau des investissements en portefeuille du côté engagements.

3. Les opérations avec la Banque centrale européenne

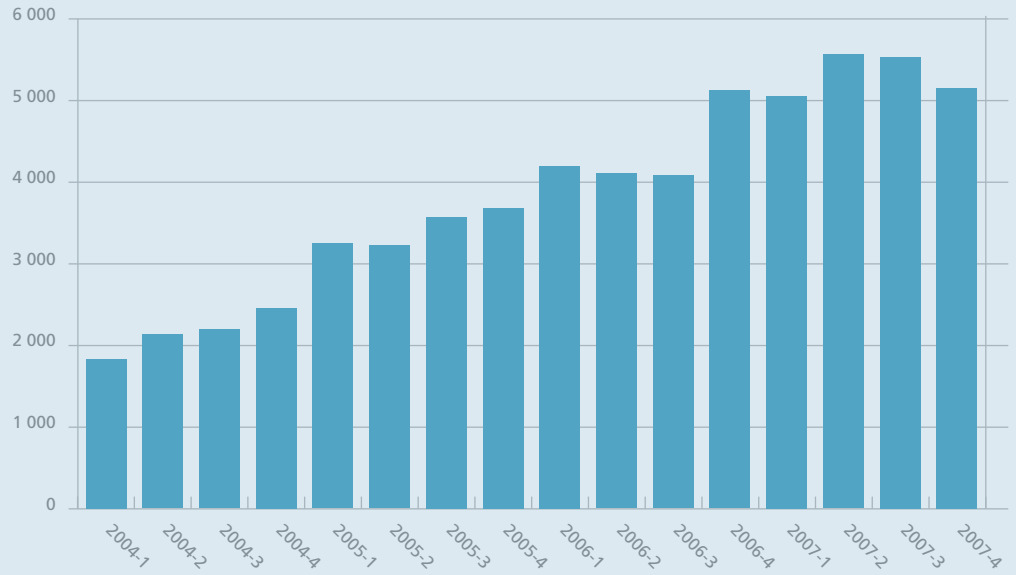
Les opérations avec la BCE ainsi que les opérations sur dérivatifs financiers figurent parmi les autres investissements. Les transactions avec la BCE et les transactions intra SEBC (Système Européen des Banques Centrales) comprennent entre autres :

a. La répartition des revenus des opérations monétaires

Depuis 2003, le montant du revenu monétaire de chaque BCN (Banque centrale nationale) de l'Eurosystème

42 L'étendue temporale du graphique 1.2 diffère des autres graphiques afin de monter la particularité d'un emprunt-or contracté auprès de la Banque nationale de Belgique (BNB).

GRAPHIQUE 38 :
EVOLUTION DES INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLE DE LA BCL – AVOIRS – ENCOURS TOTAUX (EN MILLIONS D'EUROS)



Source : BCL

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. Cette rubrique reprend principalement la créance de la BCL envers l'Eurosystème découlant, via le système TARGET, des paiements transfrontaliers au titre des opérations monétaires et financières entre la BCL et les autres banques centrales nationales ainsi qu'avec la BCE. ;
- les engagements nets intra-Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème.

Toute charge d'intérêts payée sur les engagements inclus dans la base de calcul est déduite du revenu monétaire mis en commun par chaque BCN.

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 de rendement moyen des actifs identifiables de l'ensemble des BCNs. 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.

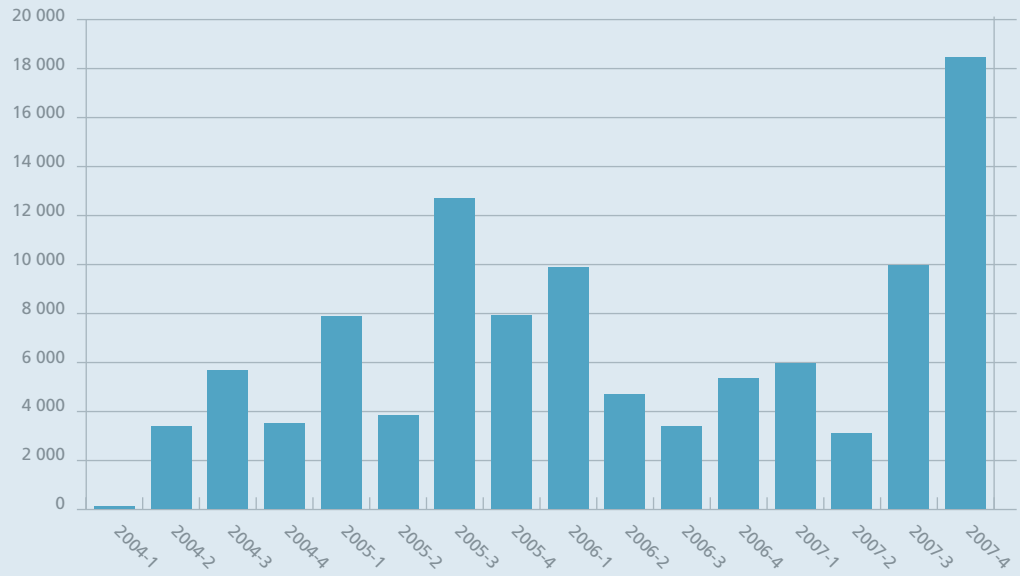
b. La distribution des bénéfices de la BCE aux BCNs et la couverture de ses pertes éventuelles par les BCNs.

c. La rémunération des soldes intra/SEBC, c'est à dire des engagements nets intra-Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème ainsi que du solde TARGET, qui se fait au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.

d. Les recettes des amendes imposées par la BCE.

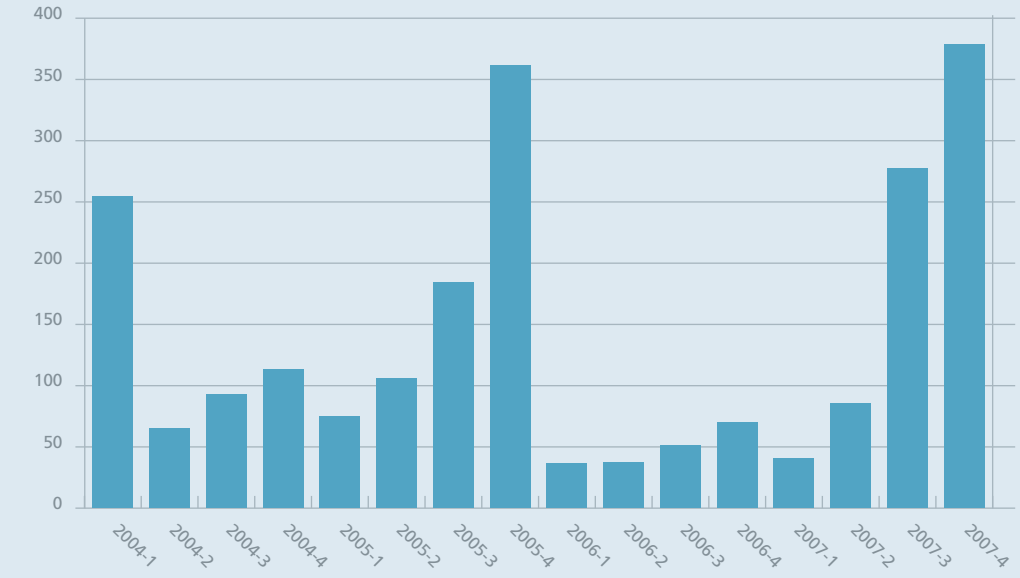
e. La rémunération des créances sur la BCE découlant de la mise en commun des avoirs de réserve de BCN.

GRAPHIQUE 39 :
EVOLUTION DES OPÉRATIONS ENTRE LA BCL ET LA BCE – AVOIRS – ENCOURS TOTAUX (EN MILLIONS D'EUROS)



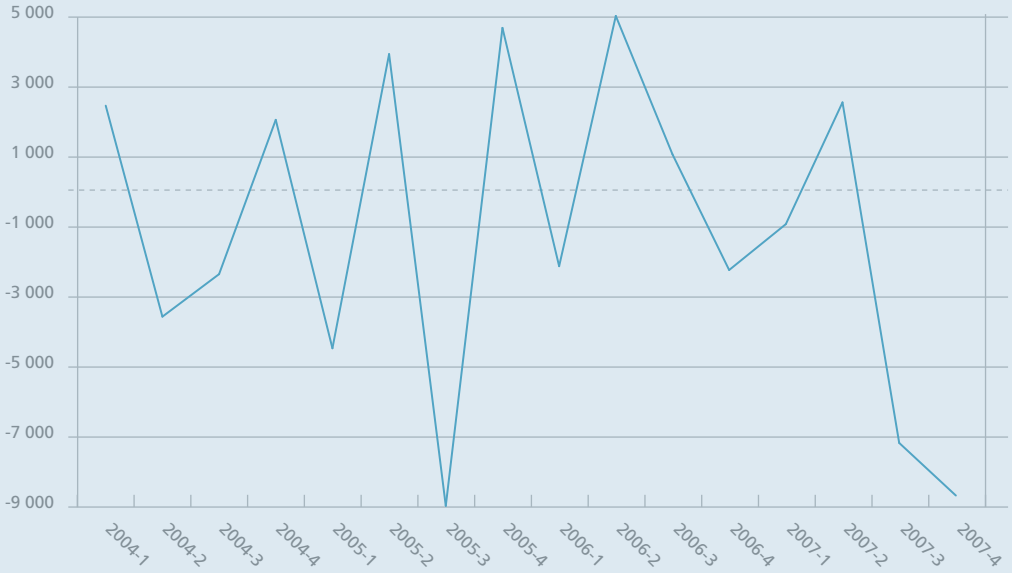
Source : BCL

GRAPHIQUE 40 :
EVOLUTION DES ENCOURS ENTRE LA BCL ET LA BCE – ENGAGEMENTS – ENCOURS TOTAUX (EN MILLIONS D'EUROS)



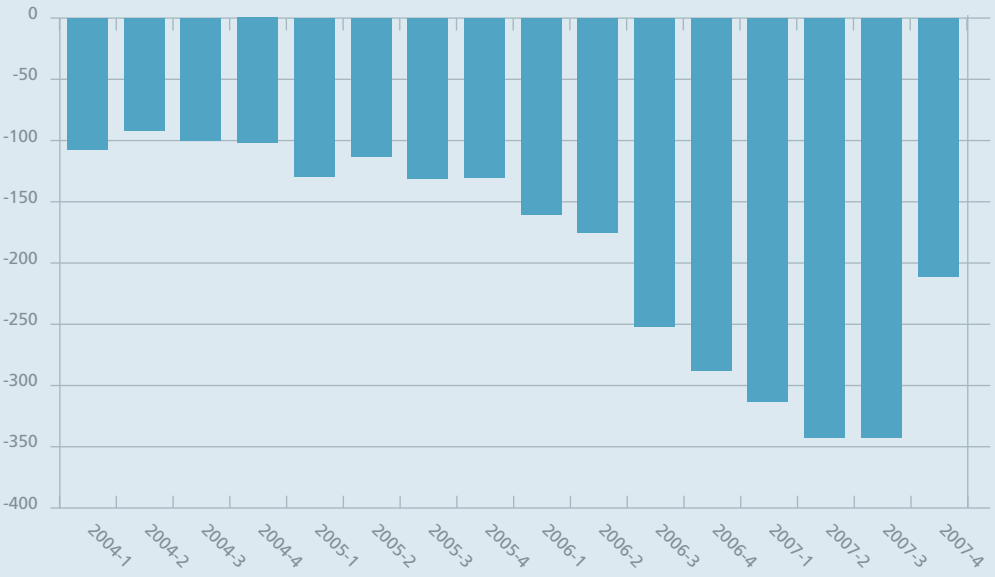
Source : BCL

GRAPHIQUE 41 :
EVOLUTION DES AUTRES INVESTISSEMENTS DE LA BCL – FLUX NETS TOTAUX ENVERS LA BCE - DANS LA BALANCE DES PAIEMENTS (EN MILLIONS D'EUROS)



Source : BCL

GRAPHIQUE 42 :
IMPACT DES OPÉRATIONS DE LA BCL SUR LE SOLDE DES TRANSFERTS COURANTS (EN MILLIONS D'EUROS)



Source : BCL

f. Les collatéraux échangés dans le cadre du modèle de la Banque Centrale Correspondante en cas de remboursement, paiement de coupons, frais…

Les activités de politique monétaire ainsi que le solde du système de paiements TARGET constituent l'essentiel de ces montants. La forte augmentation fin 2007 s'explique par le fait que les banques luxembourgeoises ont eu un recours accru au refinancement auprès de la banque centrale. Ces refinancements on été conduites via Target et se reflètent au niveau des créances envers l'Eurosystème dans le bilan de la BCL. Par ailleurs, les banques ont participé dans les opérations de mise à disposition de fonds en USD mises en œuvre par l'Eurosystème en décembre 2007 en réponse aux turbulences sur les marchés financiers.

Remarque :
L'aggravation du déficit des transferts courants constatée les dernières années est essentiellement à mettre en relation avec la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème. Au premier semestre 2007 cette contribution se chiffre à près de 800 millions d'euros, contre 450 millions à la même période de l'année précédente. Rappelons que ce transfert a une contrepartie dans d'autres rubriques de la balance des paiements, notamment les flux d'intérêts perçus par les établissements de crédit résidents qui prêtent aux non-résidents une partie des fonds que la BCL met à leur disposition dans le cadre des opérations de politique monétaire.

Au sein de l'eurosystème, les revenus du seigneuriage sont transférés à la BCE, avant d'être répartis proportionnellement entre les banques centrales nationales (sur base de la part de capital détenue). Dans le cas de la BCL qui émet notamment plus des billets par rapport à sa quote-part dans le capital de la BCE, des paiements nets en faveur de l'eurosystème sont enregistrés.

Finalement, le tableau suivant illustre synoptiquement de quelle façon les opérations de la BCL préalablement décrites se retrouvent au bilan de la BCL. Vu les classifications différentes, on ne peut attribuer que les grandes rubriques au niveau du bilan.

CLASSIFICATION BOP / PEG	CLASSIFICATION AU BILAN BCL
Avoirs	**Actif**
Investissements en portefeuille	
Titres dont:	Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro
Obligations et notes	Titres en euros émis par des résidents de la zone euro
Instruments du marché monétaire	Autres actifs
Autres investissements	
	Créances envers l'Eurosystème
Emprunts/monnaires et dépôts	Créances envers l'Eurosystème
Autres avoirs	Créances envers l'Eurosystème
Avoirs de réserve	
Or monétaire	Avoirs et créances en or
Droits de tirage spéciaux	Créances sur le FMI
Position de réserve au FMI	Créances sur le FMI
Opérations de change	Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Monnaies et dépôts	Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Titres	Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Obligations et notes	Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Instruments du marché monétaire	Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises
Engagements	**Passif**
Autres investissements	
Emprunts/monnaires et dépôts	Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro
	et
Autres engagements	Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.10 Les projections macro-économiques

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2007[43] et ont été élaborées dans un contexte qui s'annonçait moins propice. Prenant appui sur le dynamisme dans la zone euro, mais aussi à la lumière de l'affaiblissement des résultats du secteur bancaire, l'économie luxembourgeoise était supposée connaître au cours de l'année 2007 un rythme de croissance trimestrielle proche de la moyenne historique, mais en perte de vitesse par rapport à l'année précédente. Pour l'année entière, une hausse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de 4,7% à 5,3% était escomptée par la BCL, avec une poursuite du ralentissement en 2008. Ce mouvement de ralentissement constituait un scenario globalement favorable, dans lequel l'expansion économique était supposée reposer davantage sur une demande domestique dynamique, favorisée par la robustesse du marché de l'emploi.

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont présenté un bilan préliminaire mitigé. En mai 2008, la croissance du PIB réel pour l'année 2007 a été estimée aux environs de 4,5%, soit à la fourchette inférieure à nos projections. Par ailleurs, la dynamique des comptes nationaux trimestriels a été revue à la baisse, rendant compte d'une croissance négative au troisième trimestre mais aussi d'un rebond remarquable à la fin de l'année. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2008, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, ne se chiffre plus qu'à 1,5%

En ce qui concerne le profil conjoncturel, la croissance du PIB a vraisemblablement atteint son sommet au tournant de l'année 2005/2006, ce qui constitue un profil inchangé par rapport aux estimations précédentes. Cependant, si le ralentissement s'est opéré de manière graduelle et en maintenant une croissance supérieure à la moyenne en cours d'année 2006, il s'est amplifié en 2007. Ainsi, la croissance du PIB réel a baissé de quelque 6% sur base annuelle en début d'année 2007 à 3,4% en fin d'année. Selon notre scénario de base, la croissance a encore baissé au premier trimestre 2008 et pourrait même avoir été négative sur base trimestrielle avec un repli considérable du taux annuel à la clé. Lors de cette période, la volatilité sur les marchés boursiers s'est soldée par une chute de plus de 10% des principaux indices des actions, ce qui s'est répercuté en une baisse de 7% de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif de la place financière, ce qui en fait la première variation négative depuis le premier trimestre 2003. Par conséquent, les résultats préliminaires du compte de pertes et profits du secteur bancaire affichent aussi une baisse du produit bancaire, aussi bien sur base trimestrielle, que sur base annuelle. La hausse de la marge sur intérêts a quelque peu assoupli la faiblesse des revenus nets sur commissions émanant en grande partie des activités liées aux fonds d'investissement. Au deuxième trimestre, les craintes quant à une aggravation de la crise financière aux Etats-Unis se sont peu à peu dissipées et les marchés des actions sont repartis à la hausse, favorisant ainsi un rebond des résultats du secteur bancaire et de la croissance du PIB.

Pour le premier semestre 2008, le cycle du Luxembourg n'a donc pas été en synchronisation avec celui de la zone euro. Grâce à l'impulsion en provenance de l'Allemagne, la zone euro a connu, avec 0,8% au premier trimestre, une croissance nettement au-dessus de la tendance et au-delà de toutes attentes. Les indicateurs à court terme pointent vers un ralentissement important au deuxième trimestre. L'Allemagne est la première destination des exportations de biens du Luxembourg et la dynamique de croissance du Luxembourg est largement dépendante de celle de la zone euro. Cependant, les caractéristiques spécifiques de l'économie luxembourgeoise, notamment le poids et la dynamique du secteur financier, peuvent être à la base de développements divergents dans le court terme.

Le secteur manufacturier luxembourgeois se trouve également dans la phase descendante du cycle conjoncturel. L'optimisme affiché par les chefs d'entreprises avait atteint son plus haut en février 2007 pour baisser graduellement par la suite. Pourtant, même si au début de l'année 2008 les enquêtes de conjoncture montrent des signes d'un affaiblissement accéléré, les résultats demeurent au-dessus de la moyenne historique et ils ne laissent guère présager un effondrement prolongé de la croissance.

L'exposition du secteur financier européen à la crise des « subprime » aux Etats-Unis et en particulier aux titres adossés à des prêts hypothécaires, demeure dif-

43 Voir BCL, Bulletin 2007/2, pp.74-78

ficile à évaluer à l'heure actuelle, étant donné le peu d'informations concluantes disponibles. Pourtant, les différents segments des marchés financiers virant au morose, un sentiment d'inquiétude s'est installé depuis août 2007 sur les marchés monétaire, obligataire et des changes (voir aussi sous 1.1). Malgré les nombreuses interventions des banques centrales, la méfiance entre banques commerciales a entraîné de sérieux problèmes sur le marché monétaire propulsant le taux Euribor à 3 mois proche de 5,0%, alors que le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est resté à 4,0%. Ces développements ont eu un impact sur le coût du capital des entreprises, le taux Euribor à 3 mois étant souvent utilisé comme le taux de référence pour les prêts à taux variables consentis aux entreprises. Sur l'horizon de projections, les hypothèses techniques se basent sur une réduction de la prime de risque des taux à 3 mois par rapport aux taux directeurs anticipés. Conjointement avec la hausse des taux à 10 ans telle qu'anticipée par les marchés financiers, il en résulterait une normalisation de la courbe des taux. La volatilité accrue sur les marchés financiers s'est également diffusée aux marchés des changes, le taux de change euro/dollar s'étant établi à 1,54$/bl vers la mi-mai, poussant le taux de change effectif de l'euro à nouveau à la hausse, à concurrence de 6,9% par rapport à 2007 et de 4,3% par rapport à l'exercice de décembre.

En général, le scénario international, tel qu'il prévalait en décembre 2007 dans les projections macroéconomiques des institutions internationales, s'est nettement détérioré, aussi bien en 2008 qu'en 2009. Après la forte croissance observée en 2006, l'activité économique mondiale avait légèrement ralenti en 2007 et les institutions internationales s'accordent sur une poursuite de ce mouvement, ceci au moins jusqu'en 2009. Cependant, les taux annuels moyens sont lents à révéler les retournements conjoncturels ; les dynamiques de croissance trimestrielle sous-jacentes à ces scénarii suggèrent un affaiblissement important depuis la fin 2007, mais qu'un rebond graduel s'installe déjà à partir de la deuxième moitié de l'année 2008.

Les scénarii tablent aussi sur une croissance modique, voire nulle aux Etats-Unis, suite au repli prononcé de l'investissement résidentiel dans le contexte de la faiblesse du marché immobilier qui corrige les déséquilibres accumulés sur les années précédentes. Face à cet affaiblissement les autres économies verraient leurs dynamiques de croissance atténuées, mais il n'en suivrait pas une période prolongée de ralentissement global. Le rééquilibrage de la dynamique de la croissance mondiale se manifesterait pleinement dans un tel contexte. La stagnation aux Etats-Unis serait en partie compensée par le dynamisme des économies émergentes, en particulier l'Asie du Sud-est, ainsi que par la résilience de l'économie européenne.

La zone euro a connu une croissance robuste en 2007 et qui s'est également étalée au début de l'année 2008. A l'instar de l'économie mondiale, elle connaîtrait aussi une période de ralentissement avec un creux au deuxième trimestre 2008, avant de converger graduellement vers son potentiel. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de juin 2008 et partant d'une valeur de 2,7% en 2007, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette entre 1,5 et 2,1% en 2008, pour s'établir entre respectivement 1,0% et 2,0% en 2009. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été revues à la baisse. En ce qui concerne 2008, ces projections s'annoncent légèrement plus favorables que celles de la Commission européenne, vraisemblablement en raison d'une publication plus tardive, ce qui a permis d'intégrer la surprise positive au premier trimestre.

Bien qu'il représente, avec d'autres facteurs, un risque à la baisse pour la croissance, l'évolution du prix du pétrole ne fait pas obstacle à cette dynamique favorable. Le fait que le prix du brent ait dépassé les 120 $/bl, témoignerait selon divers observateurs du dynamisme des économies émergentes et de leur impact croissant sur l'économie mondiale.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui a manifesté un dynamisme exceptionnel en 2006, a fortement ralenti en 2007, pour décélérer davantage en 2008 avant de rebondir vers la croissance tendancielle en 2010. A l'instar du scénario mondial et européen, ces hypothèses ont été ajustées à la baisse par rapport à l'exercice de décembre 2007.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 26 :
PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES ET HYPOTHÈSES TECHNIQUES (TAUX DE VARIATION ANNUEL[1])

	2007	2008	2009	2010
Commerce mondial (CE)	6,8 (-0,7)	6,2 (-0,8)	5,8 (-1,4)	-
PIB mondial (CE)[2]	4,6 (-0,5)	3,8 (-0,9)	3,6 (-1,2)	-
PIB zone euro (CE)	2,6	1,7 (-0,5)	1,5 (-0,6)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	4,7 (-0,3)	4,3 (-1,1)	4,4 (-1,4)	5,5
Prix du pétrole en $/bl[3]	72,7 (0,1)	116,7 (28,1)	126,0 (42,3)	126,0
Taux de change $/€[4]	1,37	1,54 (0,1)	1,54 (0,1)	1,54
Taux d'intérêt à 3 mois	4,3	4,9 (0,4)	4,3 (-)	4,2
Taux d'intérêt à 10 ans	4,3	4,4 (0,1)	4,6 (0,3)	4,7

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, BCL

1 Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2007, en points de pourcentage.

2 Les révisions des hypothèses relatives au PIB mondial sont à interpréter à l'aune des ajustements pour la mise à jour des taux de change basés sur les parités de pouvoir d'achat. Ces taux de change sont utilisés pour calculer le poids relatif des différentes économies dans le monde. Le résultat de la mise à jour a été une réduction du poids des économies émergentes à la faveur des économies développées, de 0,6pp en moyenne sur la période 2002-2007. Sur base de cet ajustement, et en l'absence d'un changement supplémentaire des dynamiques de croissance des différentes économies, la croissance du PIB mondial aurait baissé de manière mécanique de 0,6pp en 2008 et en 2009. Ainsi, dans cet exercice, la révision de la dynamique de croissance du PIB mondial sur base des seuls changements des rythmes de croissance des différentes économies, serait moindre de ce qui apparaît dans le tableau. Elle serait de -0,3pp en 2008 et de -0,6pp en 2009, au lieu de respectivement -0,9pp et -1,2pp. Les révisions qui reflètent uniquement les changements des dynamiques de croissance sont prépondérantes pour les projections macro-économiques.

3 Révisions en $/bl

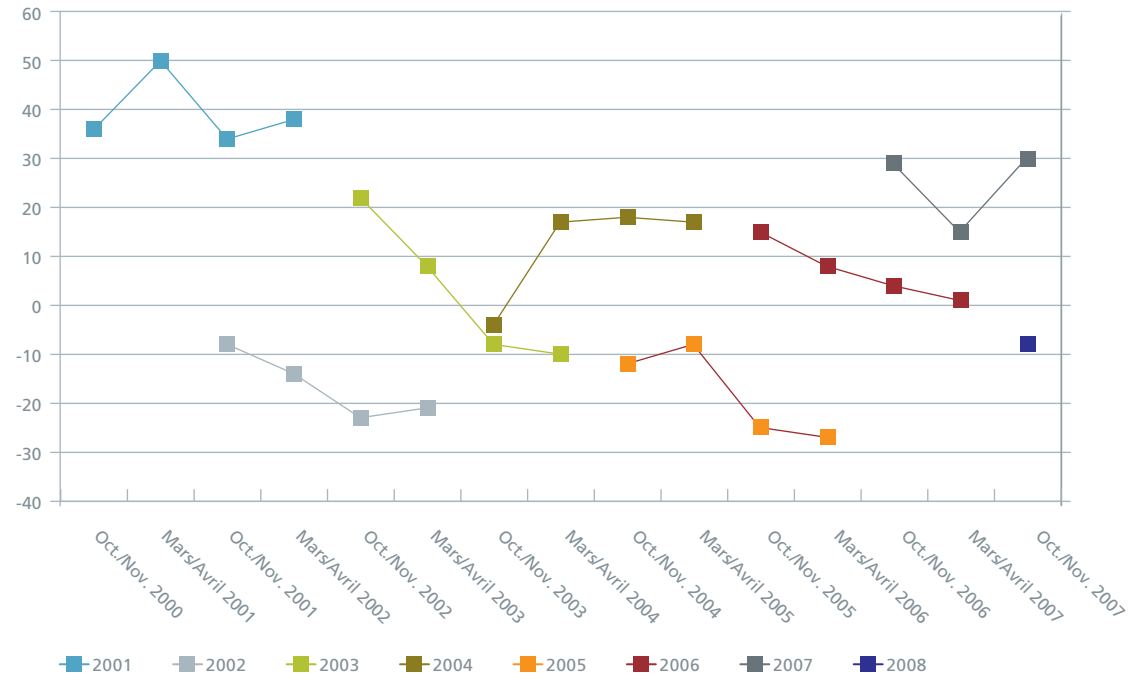
4 Révisions en $/€

Sur base des premières estimations de croissance pour 2007 et de l'évolution conjoncturelle récente, d'une part, et du scénario macroéconomique mondial et pour la zone euro, d'autre part, la croissance économique devrait ralentir davantage au Luxembourg en 2008. Ce scénario demeure donc inchangé par rapport à l'exercice de décembre. Par contre, le ralentissement prévu 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. Malgré ce fléchissement, la performance demeurerait supérieure à celle observée lors de l'entame du ralentissement économique en 2001. A l'époque, la volatilité croissante sur les marchés financiers était liée à l'éclosion et à la rupture subséquente de la bulle sur les marchés des actions et elle a été suivie d'un désendettement du secteur non-financier. A l'heure actuelle, le secteur non-financier européen ne présente pas de déséquilibres majeurs, ce qui permettrait d'éviter un enchaînement de réajustements qui entraîneraient l'activité économique à la baisse. La zone euro dégage en effet une robustesse inégalée depuis plusieurs années, ce dont témoigne notamment le marché de l'emploi. Sur base de ce scénario international, la croissance au Luxembourg pourrait rebondir en 2009.

Le ralentissement en 2008 se manifesterait à travers une baisse du rythme de croissance des exportations et un affaiblissement de l'investissement, mais qui serait en partie contrebalancé par une accélération des consommations privée et publique.

Les exportations pâtiraient à la fois du ralentissement de la demande internationale et de l'impact négatif sur les exportations de services financiers engendré par les turbulences sur les marchés financiers. Ces services

GRAPHIQUE 43 :
ENQUÊTES SEMESTRIELLES D'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE (DÉPENSES À PRIX COURANTS, EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)[1]



Source : Commission Européenne

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

comptent pour environ 50% des exportations totales. L'investissement privé serait également moins dynamique en 2008 qu'en 2007. Cependant, cette baisse de régime serait plutôt la conséquence du dynamisme exceptionnel affiché en 2007 que de facteurs endogènes sur base de perspectives moroses. Le secteur manufacturier prévoit notamment une baisse de ses dépenses d'investissement pour 2008 (voir graphique 43), ce qui ne constitue pas une surprise étant donné la progression de 30% en 2007, la plus élevée depuis 2001. Il serait aussi prématuré d'attribuer cet affaissement aux problèmes qui ont émergé sur les marchés financiers. Le renchérissement du coût du refinancement des banques, caractérisé par la forte hausse du taux Euribor à 3 mois, a certes affecté les emprunts à taux variables consentis aux entreprises (voir sous 1.2.5.2). Par contre, un rationnement de crédits consentis aux entreprises ne s'observe pas à l'heure actuelle et il ne fait pas non plus partie du scénario de base (voir l'encadré aux pages 57-59).

Bien que constituant un facteur de croissance moins important compte-tenu de l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, la consommation privée pourrait garder son rythme de croisière, voire s'accélérer davantage. A l'aune de l'effet conjoint de la croissance des emplois et de la progression des salaires réels, son expansion a été pour le moins timide en 2006 et 2007. Ainsi, un rattrapage en termes d'une dynamique plus élevée dans les années à venir n'est pas à exclure.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, les projections demeurent en moyenne inchangées par rapport à l'exercice précédent[44]. En effet, afin de freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise, le gouvernement avait décidé de remplacer temporairement le mécanisme d'indexation automatique des salaires par un mécanisme de "cliquets". De ce fait, la contribution de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des salaires nominaux a été pratiquement fixée jusqu'en 2009. Les effets de cet accord se manifestent pleinement dans le contexte de la forte hausse du prix du pétrole, ce qui devrait permettre d'éviter un dérapage des salaires dans une phase conjoncturelle qui s'annonce moins favorable. Par contre, en ce qui concerne 2010, la réintroduction du mécanisme d'indexation tel qu'il prévalait avant l'accord de la Tripartite risque d'avoir un impact majeur. Sur base des projections d'inflation actuelles, la contribution de l'indexation automatique des salaires à la progression des salaires nominaux s'accélérerait à 4,2 pp - la plus élevée depuis 1984 - puisque les salaires seraient relevés automatiquement de 2,5% en janvier et vers la mi-2010. De ce fait, la progression des salaires nominaux devrait aussi s'accélérer fortement, de 3,7% en 2009 à environ 5,4% en 2010.

L'emploi salarié a connu en 2007 une évolution surprenante à l'aune du ralentissement de la croissance du PIB réel, ce qui a débouché sur une stagnation de la productivité du travail. Le recrutement élevé dans le secteur bancaire s'est poursuivi lors de la deuxième moitié 2007 et au premier trimestre 2008, une dynamique frappante dans le contexte des turbulences sur les marchés financiers et des réductions de personnel qui caractérisent d'autres centres financiers. Mais ces développements témoignent sans doute d'une demande structurelle pour une main d'œuvre qualifiée dans un marché de l'emploi caractérisé par une inadéquation entre l'offre et la demande. Ainsi, le secteur bancaire a opté pour une vue de moyen terme et a poursuivi son recrutement en dépit d'une baisse de ses résultats opérationnels. Les activités de la place financière avec une concentration sur les fonds d'investissement sont probablement aussi moins exposées à la crise des « subprime » que d'autres centres financiers. En revanche, avec l'aggravation des turbulences en début d'année, il est possible que cette forte dynamique s'estompe au cours des prochains trimestres. L'activité économique se trouve dans la phase descendante du cycle et il serait normal que l'emploi emboite également cette direction. La progression de

44 Selon les données de la comptabilité nationale, il semblerait qu'on aurait surestimé l'évolution des coûts salariaux dans l'exercice précédent. En revanche, il se pourrait aussi que les données de la comptabilité nationale soient prochainement revues à la hausse telle que cela a été également le cas l'année passée. La progression du coût salarial moyen en 2007 telle qu'elle ressort des données actuelles semble pour le moins timide à l'aune de la contribution de l'échelle mobile des salaires, de l'ajustement des salaires dans la fonction publique ainsi que du relèvement du salaire minimum.

TABLEAU 27 :
PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2007 (EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINT DE POURCENTAGE)

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009
PIB réel	4,5	2,9-3,5	3,5-4,5	3,9-4,9	-0,5	-1,1	-0,5
IPCH	2,7	4,5	2,8	2,3	-	1,2	0,9
IPCH énergie	2,7	16,9	3,8	0,0	-	9,6	5,7
IPCH excluant l'énergie	2,7	2,8	2,6	2,7	-	-	0,1
IPCN	2,3	3,6	2,4	2,1	-	0,7	0,6
IPCN excluant l'énergie	2,3	2,4	2,2	2,4	0,1	0,2	0,3
Echelle mobile des salaires	2,3	2,1	2,5	4,2	-	-	-
Coût salarial moyen	3,5	3,4	3,7	5,4	-1,0	-0,2	-
Emploi salarié	4,4	3,1	2,5	2,7	-0,1	-0,5	-0,5
Taux de chômage	4,4	4,4	4,6	4,6	-0,1	-0,3	-0,1

Source : BCL

l'emploi domestique passerait ainsi en dessous de la barre des 3%, ce qui ne permettrait pas une baisse du taux de chômage. A moyen terme, le rebond de la croissance de l'emploi serait fort graduel, à l'instar de la reprise anticipée de l'activité économique.

Pour ce qui concerne les prix à la consommation, l'inflation globale s'était repliée en 2007 par rapport à 2006 dans un contexte de la stabilisation du prix moyen du pétrole exprimé en euros et d'une accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie. Cette tendance favorable ne s'étalerait pas sur l'horizon de projection et l'inflation s'accélérait fortement en 2008, à des niveaux qui n'ont plus été observés depuis 1993. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH s'accéléreraient de respectivement 1,3pp et 1,6pp en 2008, pour atteindre respectivement 3,6% et 4,5% (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). Ces développements défavorables résultent d'une contribution très élevée des prix de l'énergie, elle-même attribuable à une envolée, en termes de moyennes annuelles, du prix du pétrole en euros. 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. C'est uniquement à moyen terme qu'une décélération de l'inflation se dégage ; bien que conditionnelle à une stabilisation du prix du pétrole, l'inflation de l'IPCN ne baisserait pourtant guère en-dessous de 2%. La forte progression des salaires en 2010, dans le contexte de la réintroduction 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.

Analyse des risques

L'indicateur d'activité de la BCL intègre les informations provenant des données mensuelles déjà disponibles, au 4 juin, pour les deux premiers trimestres de l'année 2008.

Une centaine de séries sont utilisées pour la construction de l'indicateur. Parmi elles, au 4 juin 2008, 14 séries étaient disponibles jusqu'en mai 2008, 9 jusqu'en avril 2008 et 48 jusqu'en mars 2008. Autrement dit, pour environ 30% des séries utilisées dans la construction de l'indicateur, les données disponibles ne couvraient pas encore la totalité du premier trimestre 2008.

Sur la base de ces informations mensuelles, les résultats provisoires de l'indicateur suggèrent que la croissance au Luxembourg s'est maintenue à un rythme soutenu au premier semestre 2008 malgré le ralentissement mondial. Ainsi l'indicateur conduit - à ce stade - à privilégier la fourchette haute de nos projections pour la croissance économique.

1.2.11 Les finances publiques

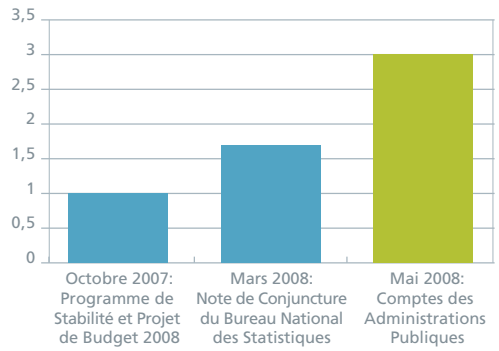
1.2.11.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble

L'année 2007 s'est caractérisée par trois jalons d'importance en matière de finances publiques. Premièrement, la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire, adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. Les principales mesures consistaient en une augmentation de la pression fiscale et parafiscale, en une suspension de l'indexation des prestations familiales et en une modulation dans le temps de l'ajustement des pensions aux salaires réels. S'y ajoutaient en principe une pause dans la hausse des salaires dans la fonction publique ainsi qu'une plus grande maîtrise des dépenses d'investissement. Deuxièmement, la neuvième actualisation du programme de stabilité, publiée en octobre 2007, confirme la volonté de l'Etat de poursuivre une orientation rigoureuse de la politique budgétaire. Même en présence de surplus budgétaires, la croissance des dépenses courantes demeurerait modérée à l'aune de l'évolution observée ces dernières années. Troisièmement, la conjoncture macroéconomique très favorable, en particulier dans le secteur financier, a permis à l'Administration publique d'accumuler des revenus significatifs, lui permettant d'afficher un surplus de 3% du PIB en 2007. Un surplus d'une telle ampleur était pour le moins inattendu, comme le suggère le graphique ci-joint. Tout relâchement de la discipline budgétaire doit cependant être obligatoirement évité, comme le souligne un examen détaillé de l'évolution des principaux postes budgétaires.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le projet de budget 2008 a été adopté par la Chambre des Députés en décembre 2007. Il se caractérise par une nette décélération de la progression des dépenses par rapport à l'évolution observée ces dernières années. Celle-ci se limiterait à 5,3% en 2008. Les recettes connaîtraient un rythme de croissance supérieur à celui des dépenses, de sorte que le déficit de l'Etat central diminuerait de façon prononcée, passant de quelque 188 millions d'euros en 2007 à 20,5 l'année suivante. L'évolution des composantes est indiquée dans le tableau ci-dessous.

GRAPHIQUE 44 :
RÉVISIONS SUCCESSIVES DE L'ESTIMATION DU SOLDE SEC 95 DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES RELATIF À 2007



Sources: 9ième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2008, Bureau National des Statistiques (STATEC).

TABLEAU 28 :
ELÉMENTS SAILLANTS DU BUDGET 2008 DE L'ETAT CENTRAL (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Budget définitif 2007	Budget 2008 voté	Progression en termes nominaux
Recettes	**7841,7**	**8438,0**	**7,6%**
Recettes courantes	7761,0	8355,4	7,7%
Recettes en capital	80,7	82,6	2,4%
Dépenses	**8029,5**	**8458,5**	**5,3%**
Dépenses courantes	7239,6	7631,3	5,4%
Dépenses en capital	789,9	827,2	4,7%
Solde	**-187,8**	**-20,5**	**--**
dont solde courant	521,4	724,1	--
dont solde en capital	-709,2	-744,6	--

Source: Loi concernant le budget des recettes et de dépenses de l'Etat pour l'exercice 2008.

Ces chiffres doivent être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extrabudgétaires en lieu et place des programmes de dépenses de ces même fonds. De surcroît, le budget définitif 2007 constitue une base de comparaison assez inappropriée, car les réalisations budgétaires affichent une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. Lorsque ces deux inconvénients sont corrigés, il est à constater que les dépenses totales de l'Etat central consolidé s'accroissent de 11,1% sur la période de 2006-2008 – soit 5,5% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et de certains établissements publics. Les recettes de l'Etat central consolidé progresseraient quant à elles de 6,3% seulement au cours de la période de deux ans 2006-2008[45].

45 Pour plus de détails sur la consolidation, voir Bulletin 2007/2 de la BCL.

1.2.11.2 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé une remontée en 2005, après une période de trois années consécutives de déclin, le ratio des recettes au PIB a de nouveau affiché un sensible recul en 2006. Par contre, l'année 2007 se caractérise par une nouvelle hausse de ce ratio, qui s'est établi à 41,1% du PIB au lieu de 40,1% l'année précédente. Malgré cette augmentation, le ratio reste relativement faible comparé aux dix dernières années, en raison de la forte progression du PIB nominal enregistrée en 2006 et 2007. Selon les comptes nationaux publiés en mai 2008, le PIB nominal se serait en effet accru de quelque 7% en 2007, après une vive progression de 13% en 2006. Ceci a donné lieu à un effet de compression des ratios.

Exprimées en termes nominaux, les recettes des administrations publiques auraient en définitive fait preuve d'un exceptionnel dynamisme en 2007, n'étant pas loin de celui de 2005. Elles auraient en effet augmenté de 9,5%, soit bien davantage que les taux observés au début des années 2000. Cet accroissement soutenu s'inscrit par ailleurs dans le sillage d'une progression plus élevée en 2005 et 2006, de sorte que sur l'ensemble des trois dernières années les recettes totales des administrations publiques ont augmenté de 27,9%, reflétant en partie la forte croissance économique récente. Si la croissance des recettes enregistrée pendant la période 2005-2007 s'était limitée à la progression moyenne observée de 1995 à 2004 – soit 6,4% par an en termes nominaux - les recettes auraient à l'issue de 2007 été inférieures de quelque 2,8% du PIB à leur montant effectif. Se pose dès lors la question de la permanence de ce niveau élevé des recettes. Ceci d'autant plus que les récentes turbulences financières sont plus longues qu'anticipées, de sorte que les projections macroéconomiques pour les trois années à venir ont été revues à la baisse aussi bien par la BCL, que par d'autres organismes.

L'examen des principales composantes des recettes met en lumière l'incertitude des niveaux élevés des recettes. Comme l'indique le tableau ci-dessus, les impôts directs sur les sociétés, à savoir pour l'essentiel l'impôt sur le revenu des collectivités, l'impôt commercial communal et l'impôt de solidarité sur le revenu des collectivités contribuent significativement à la croissance des recettes, avec une croissance en termes nominaux de respectivement 20%, 12% et 21% en 2007. Le montant nominal des impôts directs sur les sociétés a en effet accusé une croissance de 18% par rapport à 2006, ce qui donne lieu à une nette croissance en pourcentages du PIB. La taxe d'abonnement sur les titres de société a augmenté d'une manière exceptionnelle aussi.

Si l'année 2007 s'est avérée très positive, la crise du sub-prime immobilier américain et les turbulences consécutives sur les marchés financiers risquent d'avoir des conséquences négatives sur le secteur financier – notamment en ce qui concerne les impôts directs sur les sociétés – pendant la période de projection. Les premières indications fournies par les flux de recettes de l'Etat central observées depuis le début de l'année 2008 suggèrent que le ralentissement économique n'aura guère d'impact très significatif sur les impôts directs de l'Etat, aussi parce l'Etat fera probablement prioritairement appel aux grandes sociétés afin de les inciter à régler leurs arriérés d'impôts – comme cela s'est déjà vu dans le passé. Ceci permettra d'atténuer l'impact du ralentissement. Dans ces circonstances, les projections de la BCL ne tablent qu'un léger recul du ratio des impôts à charge des sociétés en 2008 et prévoient une faible

TABLEAU 29 :
RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données officielles mai 2008						Projections BCL juin 2008		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Impôts directs	15,3	14,7	13,0	13,7	13,0	13,5	13,5	13,6	13,9
dont à charge des ménages	7,2	7,3	7,3	7,9	8,1	8,0	8,1	8,2	8,4
dont à charge des sociétés	8,0	7,4	5,7	5,8	5,0	5,5	5,4	5,4	5,5
Impôts indirects	13,0	12,6	13,5	13,4	12,8	13,0	12,7	12,4	12,1
Cotisations sociales	11,8	11,7	11,6	11,4	10,8	11,1	11,3	10,9	10,9
Autres recettes	3,9	3,6	3,4	3,3	3,5	3,6	3,4	3,4	3,4
Recettes totales	43,9	42,6	41,5	41,8	40,1	41,1	40,9	40,3	40,4
Croissance nominale des recettes totales (%)	4,5	4,0	4,0	10,3	8,1	9,5	4,0	5,2	7,3

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

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

reprise en 2010. Il restera stable en 2009. Il importe de noter que ces projections supposent le maintien des taux d'imposition à leur niveau, sauf le taux de droit d'apport qui continuera à baisser progressivement, pour disparaître complètement en 2010.

Les impôts directs à charge des ménages continuent à faire preuve d'un dynamisme certain en 2007. Leur rythme de progression s'est en effet établi à près de 6,2%, ce qui est inférieur à la croissance soutenue du PIB nominal, avec à la clef une légère baisse du ratio afférent. L'impôt sur les traitements et salaires a favorisé ce dynamisme, en progressant de près de 15% en termes nominaux en 2007. En 2008, l'introduction de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires continuera à réduire les recettes, mais l'effet de l'accroissement significatif de la masse salariale dominera. Le ratio relatif aux impôts directs à charge des ménages fera preuve d'une grande stabilité en 2009 et accroîtra légèrement en 2010. Une composante pourtant nettement moins importante des impôts directs, à savoir le revenu occasionné par le prélèvement libératoire national sur les intérêts, a également alimenté la hausse soutenue des impôts directs sur les ménages.

Les impôts indirects ont progressé de quelque 9% en termes nominaux en 2007, ce qui reflète en particulier une forte augmentation des recettes en provenance de la taxe sur la valeur ajoutée qui elle-même reflète la conjoncture économique très favorable en 2007.

Les cotisations sociales ont suivi la même tendance que les impôts indirects, avec une progression de 9,5% en termes nominaux en 2007, s'expliquant principalement par une croissance soutenue de la masse salariale au Luxembourg. En 2008, les cotisations sociales ne vont croître que de 6,6% en termes nominaux. La croissance du PIB nominal en 2008 sera inférieure à cette dernière, d'où un léger fléchissement du ratio correspondant. En 2009, le ratio des cotisations sociales au PIB décroitra à raison de 0,4% du PIB suite à l'introduction du statut unique (adopté par la Chambre des Députés fin avril 2008), tandis qu'il restera stable en 2010.

Au total, le ratio des recettes déclinera en 2008 et 2009 avant de se stabiliser en 2010. Ces projections restent tout de même entachées d'une grande marge d'incertitude. Elles entérinent en effet dans une large mesure, le niveau élevé des recettes observé en 2007, dans un contexte macroéconomique et financier très incertain. Les récentes turbulences sur les marchés financiers, l'inflation élevée et la revue à la baisse de la croissance du PIB mondial sont des facteurs de risque. De plus, la pérennité des recettes additionnelles engrangées au cours des trois dernières années pourrait s'avérer moins assurée que ne le présupposent les projections.

1.2.11.3 Les dépenses

L'année 2007 s'est caractérisée par une continuation de la contraction du ratio des dépenses au PIB. Celui-ci est en effet passé de 38,8% du PIB en 2006 à 38,2% du PIB en 2007, soit un chiffre en deçà de la moyenne des cinq dernières années, à savoir 41,5% du PIB. Comme expliqué ci-dessus sur le versant des recettes, le PIB nominal a cependant enregistré une progression de plus de 7% en 2007, ce qui tronque quelque peu l'analyse des ratios. Bien qu'en nette décélération par rapport à la période 2002-2005, la croissance nominale des dépenses s'est accrue de 5% en 2007 par rapport à 2006. Ce dernier taux semble relativement faible par rapport à la moyenne observée au cours des cinq dernières années, mais il reste conséquent par rapport aux taux observés dans les pays voisins.

Les projections laissent augurer une nouvelle augmentation du ratio des dépenses en 2008, qui se stabilisera en 2009 et 2010. L'augmentation de 2008 est principalement due à l'accroissement des transferts sociaux, à la faveur notamment de l'entrée en vigueur du bonus pour enfants. Le ratio se maintiendra à ce niveau en 2009 en dépit de la baisse des dépenses de santé en espèces consécutive à l'entrée en vigueur du statut unique, principalement en raison de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels, de l'impact escompté des accords salariaux dans la fonction publique et de la forte progression des dépenses du Fonds de financement des mécanismes de Kyoto. La stabilisation du ratio continuera en 2010. Les projections aboutissent à une légère augmentation du ratio d'investissements publics en 2008, qui restera ensuite stable pour le reste de la période, en se situant à 4% du PIB.

TABLEAU 30 : DÉPENSES DES ADMINISTRIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

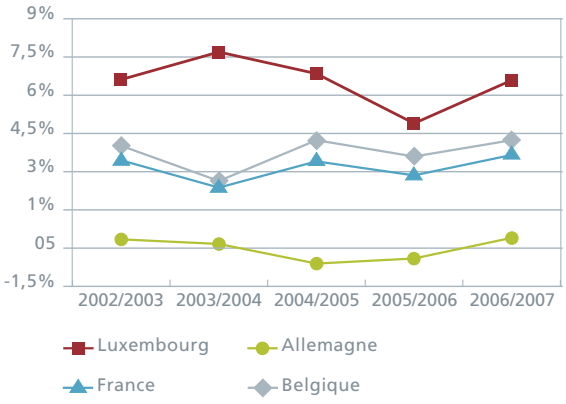
	Données officielles mai 2008						Projections BCL juin 2008		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Transferts sociaux	20,3	20,9	21,1	20,7	19,4	19,0	20,1	19,9	19,9
Investissements publics	4,9	4,6	4,3	4,5	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0
Dépenses de consommation[1]	11,5	11,4	11,5	11,4	10,4	10,4	10,6	10,6	10,7
Subsides[2]	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Autres dépenses	3,4	3,5	4,2	3,6	3,8	3,3	3,7	3,7	3,7
Dépenses totales	41,8	42,1	42,7	42,0	38,8	38,2	40,1	39,9	39,9
Croissance nominale des dépenses totales (%)	15,3	7,9	8,3	7,4	4,3	5,0	9,9	6,2	7,2

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL
1 Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.
2 A l'exclusion des transferts en capital

Le ratio des dépenses de consommation au PIB est resté stable en 2007, et a augmenté à raison de 0,2% du PIB en 2008. Il se stabiliserait en 2009 et 2010.

Il convient de noter que la croissance nominale de la rémunération des salariés (uniquement agents publics) en termes nominaux s'est établie à 6,6% en 2007, ce qui constitue un rythme d'augmentation soutenu par rapport au taux observé dans les trois pays voisins. L'évolution de la rémunération des salariés au cours de la période 2002-2007 est reprise dans le graphique ci-dessous pour le Luxembourg et les trois pays limitrophes.

GRAPHIQUE 45 : PROGRESSION DE LA RÉMUNÉRATION DES SALARIÉS DU SECTEUR PUBLIC EN TERMES NOMINAUX (2002-2007)



Sources: STATEC, calculs BCL.

La croissance nominale des dépenses totales en 2007, se situant à 5%, reste relativement faible par rapport à l'évolution observée durant les cinq dernières années. Une telle évolution suppose une certaine maîtrise des dépenses, qui s'inscrit dans la droite ligne des mesures annoncées par le gouvernement en avril 2006. Pour la période de projection, 2008 reste l'année où la croissance nominale des dépenses totales progresse considérablement, pour atteindre un taux de 9,9%, principalement expliqué par l'introduction du bonus pour enfant. La croissance des dépenses se stabilisera autour de 6,7% en moyenne pour la période 2009-2010. Une consolidation continue de la croissance des dépenses est requise, afin de diminuer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures.

En outre, la décélération de la progression des dépenses en 2007 est partiellement imputable à la baisse des transferts sociaux due au gel de l'indexation des prestations familiales et à l'effet de la modulation de l'indexation sur les salaires et des pensions.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.11.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

Les soldes des administrations publiques résultent évidemment de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses décrits supra. Après une période de détérioration du solde budgétaire, les années 2006 et 2007 ont de nouveau vu l'émergence d'un surplus, à la faveur notamment de la conjoncture économique très favorable, d'une excellente performance du secteur financier ainsi que de la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006.

Les soldes effectifs escomptés par la BCL sont plus favorables que ceux qui résultaient des projections de décembre 2007. La Banque centrale tablait alors sur un surplus de 1,3% du PIB en 2007, alors que cet exercice s'est en définitive soldé par un surplus de 3% du PIB. Cette divergence de 1,7% du PIB appelle deux remarques. D'une part, la BCL prévoyait pour 2007 des soldes plus favorables que la plupart des autres institutions, y compris l'Etat luxembourgeois dans la 8ème actualisation du Programme de stabilité. L'évolution ultérieure a conforté ce relatif optimisme. D'autre part, l'écart de 1,7% du PIB s'explique par deux facteurs. Premièrement, les projections de décembre 2007 ne pouvaient prendre la pleine mesure de la persistance de la conjoncture favorable survenue en 2007, le taux de croissance en volume du PIB ayant atteint 4,6%. Deuxièmement, les projections de finances publiques effectuées pour l'année 2007 en décembre 2007 avaient pour point d'amorçage les agrégats de finances publiques relatifs à l'année précédente, soit 2006, tels qu'ils figuraient dans les comptes officiels des administrations publiques établis en automne 2007. Or ces derniers estimaient alors le surplus des administrations publiques à 0,7% du PIB pour l'année 2006, alors que le surplus correspondant réestimé par les autorités statistiques en avril 2008 était de 1,3% du PIB. Comme nous l'avons indiqué de nombreuses fois dans nos précédentes publications, le Luxembourg figure parmi les pays qui procèdent à la plus forte révision de l'estimation du solde budgétaire dans la zone euro. Cette instabilité des statistiques officielles, qui est en partie imputable à la petite taille du Luxembourg, complique grandement tout exercice de projection.

Lorsque nous procédons à l'analyse de l'évolution des soldes budgétaires année par année, nous constatons que l'année 2007 peut être considérée comme une année exceptionnelle, affichant un surplus budgétaire de 3% du PIB. Après un surplus de l'ordre de 1,3% du PIB en 2006, l'ampleur du surplus 2007 était complètement inattendue. Parmi les sous-secteurs de l'Administration publique, s'est l'Etat central ainsi que la sécurité sociale qui ont contribué le plus à l'amélioration du ratio au PIB avec une amélioration respectivement de 1,3% et 0,6% du PIB. Le solde de l'Etat central est de ce fait positif à raison de 0,6% du PIB et ce pour la première fois depuis 2001.

Par contre, l'année 2008 se caractériserait par un coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le surplus des Administrations publiques passerait en effet de 3% du PIB en 2007 à 0,8% du PIB en 2008 sous l'effet déterminant des mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2008. Il s'agit de l'instauration d'un bonus pour enfants en lieu et place des réductions d'impôt pour enfants, de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires et de la diminution de 1% à 0,5% du taux du droit d'apport. Par ailleurs, l'Administration centrale afficherait de nouveau un déficit en 2008, à raison de 1,1% du PIB. Comme l'indique le tableau et le graphique ci-joints, la dégradation de la situation budgétaire est dans une large mesure 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 (optique budgétaire traditionnelle). Tant le Programme de Stabilité que les projections de la BCL laissent augurer la persistance d'importants déficits de l'Etat central au cours des prochaines années.

Pour 2009, une détérioration du surplus des administrations publiques par rapport à 2008 se dessine également, puisque cet excédent passerait de 0,8% à 0,4% du PIB. Cette détérioration est notamment liée d'une part au ralentissement de la conjoncture économique, et d'autre part, à l'introduction du statut unique pour les salariés du secteur privé, qui a été adopté par la Chambre de Députés en avril 2008 et qui deviendra effectif à partir de 1er janvier 2009. Cette réforme comporte notamment la prolongation du salaire pour cause de maladie et une modification du régime des heures supplémentaires. Pour 2010, aucune nouvelle

TABLEAU 31 :
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 mai 2008						Projections BCL juin 2008		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ensemble des administrations publiques	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	3,0	0,8	0,4	0,5
dont Etat central	-0,4	-1,2	-2,6	-1,3	-0,7	0,6	-1,1	-1,1	-0,9
dont communes	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
dont sécurité sociale	2,4	1,8	1,5	1,5	1,8	2,4	1,9	1,7	1,6
Programme de stabilité	--	--	--	--	0,7	1,0	0,8	1,0	1,2
Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2007	--	--	--	--	0,7	1,3	0,9	0,6	--
	Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques								
Estimation de juin 2008 de la BCL[1]	1,4	0,5	- 0,6	0,3	1,8	2,6	1,0	0,6	0,6
Estimation Programme de Stabilité Octobre 2007					1,1	0,8	0,7	0,6	1,1

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

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

mesure significative et chiffrée n'a été annoncée par le Gouvernement à ce jour. Le surplus budgétaire resterait stable et positif, affichant 0,5% du PIB en 2010.

Le 22 mai 2008, le Premier ministre a tenu à la Chambre des Députés le discours sur l'état de la Nation, en présentant la situation économique, sociale et financière du pays. Aucune mesure concrète et chiffrée, qui pourrait avoir un impact significatif sur les finances de l'Etat, n'a été présentée pour 2010.

Par contre plusieurs mesures ont été annoncées pour 2009, à savoir:

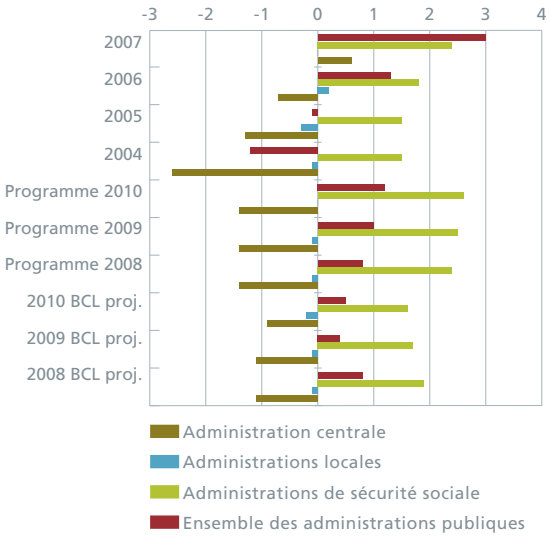
- l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires;
- la transformation de l'abattement compensatoire pour salarié, de l'abattement de retraite et de l'abattement monoparental en crédit d'impôt;
- l'abaissement graduel à 25,5% du taux d'imposition des entreprises;
- l'abattement sur la taxe des véhicules automoteurs pour familles nombreuses;
- l'augmentation du salaire minimum garanti;
- l'ajustement régulier des rentes et pensions;
- l'abattement sur la taxe des véhicules automoteurs pour familles nombreuses;
- et, l'introduction des chèques « Services » pour familles avec enfants.

Ces mesures auront un impact sur le solde budgétaire en 2009, et par conséquence en 2010. Selon les premières estimations de la BCL, qui se bornent essentiellement à l'impact de l'adaptation partielle du barème d'impôt par rapport à l'inflation, l'effet négatif se situera entre 0,2% à 0,3% du PIB en 2009 et 2010. Les projections de la BCL présentées ci-dessus n'incluent pas cette estimation.

En ce qui concerne l'indexation automatique des salaires, modérée dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006, elle devrait de nouveau fonctionner intégralement à partir du 1er janvier 2010, à condition que la situation économique du pays le permette a précisé le Premier ministre.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 46 :
CAPACITÉS (+) ET BESOINS DE FINANCEMENT (-) DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET DE LEURS SOUS-SECTEURS (EN % DU PIB)



Sources: STATEC, 9ème actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections printemps 2008 de la BCL

Le solde effectif projeté par la BCL se compare favorablement aux objectifs repris dans la 9ème actualisation du programme de stabilité pour 2008 en raison notamment d'une révision significative de l'estimation du solde relatif à 2007. Pour 2009 et 2010 les projections de la BCL sont plus pessimistes, à cause notamment de l'impact du statut unique introduit en 2009, ainsi qu'à la conjoncture économique mois favorable. Du fait de l'utilisation de méthodes différentes, le solde budgétaire ajusté de la conjoncture projeté par la BCL pour 2010 est quant à lui moins favorable que le solde ajusté prévu au programme de stabilité (voir le tableau ci-dessus). S'il excède certes l'objectif à moyen terme (OMT) défini dès la septième actualisation du programme, soit un déficit structurel de 0,8% du PIB, il convient de mettre en exergue que le niveau de cet OMT n'est pas compatible avec une soutenabilité à terme des finances publiques en raison des défis en matière de financement du système de pensions qui attendent le Luxembourg.

Le niveau de la dette publique de Luxembourg reste parmi les plus faibles de l'Europe, avec un taux de 6,8% du PIB en 2007 mais a tendance est à l'accroissement, et c'est l'administration centrale qui contribue le plus à cette évolution. Les projections de la BCL prévoient la poursuite de cette croissance pour les trois années à venir, la dette publique projetée s'établissant à 7,7% du PIB en 2010. Même si elle affiche un niveau très faible à l'aune des autres pays européens, la vigilance est de mise et ceci principalement à cause de la situation budgétaire du régime général de pension, qui risque de lourdement grever la situation budgétaire de l'Etat si aucune réforme d'ampleur n'est adoptée dans un futur proche. La BCL, ainsi que d'autres institutions internationales et plus particulièrement la Commission européenne, a mis en exergue à plusieurs reprises la gravité de la situation.

GRAPHIQUE 47 :
CONTRIBUTION DES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES À LA DETTE PUBLIQUE CONSOLIDÉE (EN MILLIONS D'EUROS)

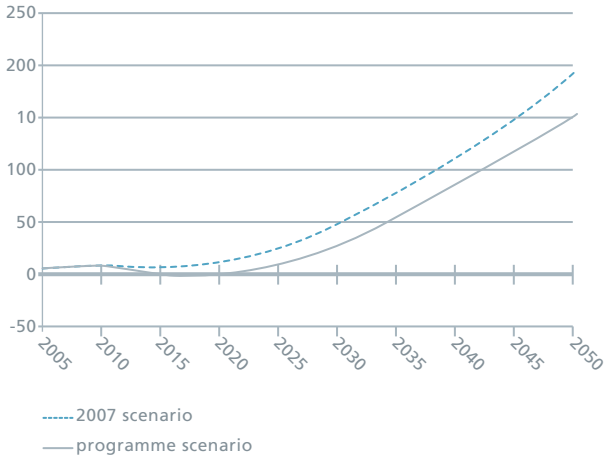
Source : STATEC.

En effet, la Commission a projeté l'évolution de la dette publique de l'ensemble des Administrations publiques jusqu'en 2050, à travers deux scénarios.

Le premier scénario (scenario 2007), suppose que le solde structurel primaire hors impact du vieillissement va se maintenir tout au long de l'horizon de projection au niveau atteint en 2007. Le second (scenario programme), suppose quant à lui que les objectifs budgétaires du Programme de Stabilité

seront respectés. Dans les deux cas, les simulations prennent en compte l'augmentation des dépenses des administrations publiques imputable au vieillissement, cet accroissement étant estimé à quelque 8,2% du PIB de 2010 à 2050. L'impact estimé du vieillissement induirait une hausse spectaculaire du ratio d'endettement des administrations publiques, comme l'indique clairement le graphique ci-dessous. Le ratio de la dette publique au PIB dépasserait le seuil de 60% vers le milieu des années 2030[46].

GRAPHIQUE 48 :
EVOLUTION DE LA DETTE DES ADMINISTRATION PUBLIQUES SOUS DEUX SCÉNARIOS



Source : Commission européenne (2008), *Evaluation de la 9ème actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg*, p.36.

46 Commission européenne (2008), *Evaluation de la 9ème actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg*, pp.36-37.

2. Les opérations de la BCL

2.1 Les opérations de la politique monétaire

Au Grand-Duché de Luxembourg, la BCL est responsable de l'exécution de la politique monétaire telle qu'elle est définie par la BCE 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 trois 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 refinancement[1] (OPR), exécutées par l'Eurosystème de manière régulière. Les OPR sont réalisées par voie d'appels d'offres hebdomadaires et ont une échéance d'une semaine. Ces opérations jouent un rôle clé 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 terme[2] (ORLT), exécutées par l'Eurosystème de manière régulière. Les ORLT sont effectuées par voie d'appels d'offres mensuels. Elles ont une échéance de trois mois. 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 fin[3], exécutées par l'Eurosystème de manière ponctuelle pour remédier à certains déséquilibres ponctuels.

Les facilités permanentes

Cet instrument permet l'apport et le retrait de liquidités au jour le jour.

1 Main Refinancing Operations (MRO) en anglais.
2 Longer Term Refinancing Operations (LTRO)
3 Fine-Tuning Operations

Il existe deux types de facilités permanentes :

- la facilité de prêt marginal : les contreparties bénéficient auprès de la Banque centrale 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 Banque centrale de la possibilité de constituer des dépôts en fin de journée.

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 leur BCN.

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

2.1.1 Les opérations d'open market

2.1.1.1 Les opérations principales de refinancement (OPR) en 2007

L'année 2007 se divise en deux parties : une première partie assez stable et identique aux schémas des années précédentes qui s'étend de janvier à fin juillet et une seconde, plus agitée, qui s'étend du mois d'août jusqu'à la fin de l'année et au-delà.

Le graphique 1 ci-dessous, qui reprend les montants de liquidité offerts et alloués dans la zone euro en 2007, illustre bien ces deux périodes ; jusqu'à la mi-2007[4], les volumes alloués à travers les opérations principales de refinancement sont restés plus ou moins stables. Par la suite et pour faire face aux turbulences, la BCE a de plus en plus utilisé les opérations de refinancement à plus long terme (voir ci-après), et a dû réduire en contrepartie les volumes alloués à travers les opérations principales de refinancement.

Il faut noter également en 2007 que la durée des OPR a été modifiée en fin d'année pour tenir compte des nombreux jours fériés de la fin du mois de décembre.

4 Il s'agit de l'opération 20070050

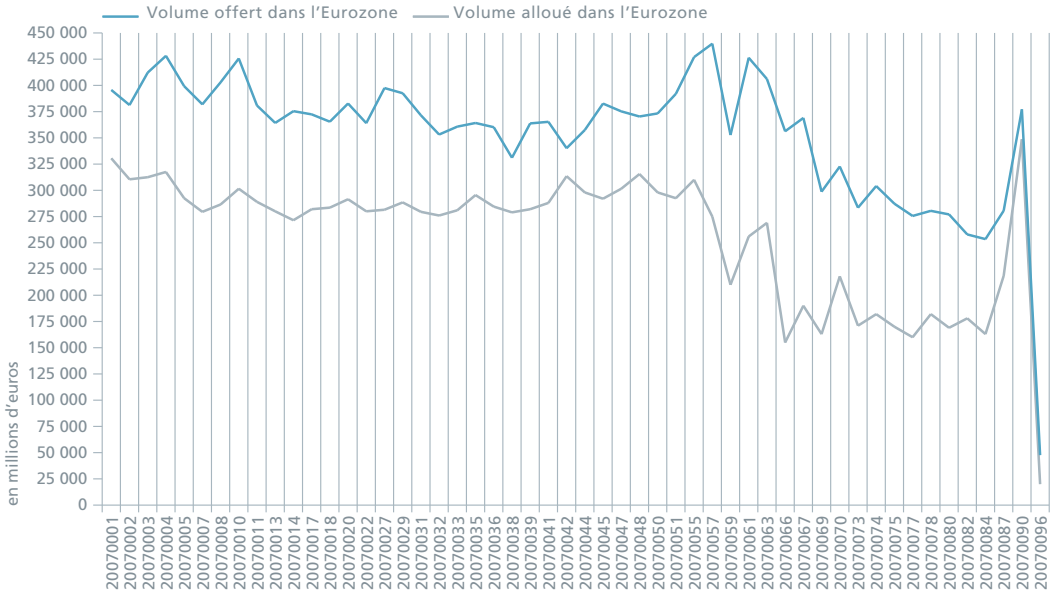
2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

L'avant-dernière opération de l'année a eu lieu le 19/12 avec une échéance plus longue que d'habitude pour couvrir la fin d'année (16 jours au lieu de 7). Cette opération a eu un taux important de participation tant à Luxembourg que dans la zone euro. Le volume alloué de 349 milliards d'euros était proche de celui offert de l'ordre de 377 milliards d'euros.

En revanche, l'opération suivante du 28/12 avec une échéance normale de 7 jours n'affichait qu'une participation faible du fait que les besoins en liquidité avaient été comblés précédemment. Le volume alloué s'élevait à 20 milliards d'euros par rapport à un volume offert de 48 milliards d'euros.

Les contreparties luxembourgeoises ont continué à participer activement aux opérations principales de refinancement et le Luxembourg s'est vu octroyer en moyenne sur l'année 2007, 10,1% des liquidités adjugées dans l'ensemble de la zone euro (voir graphique 2).

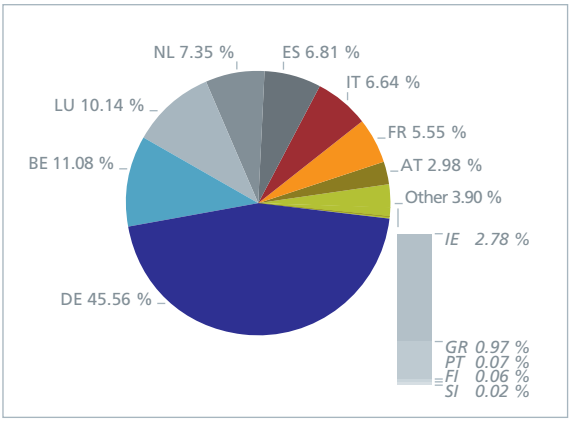
GRAPHIQUE 1 :
VOLUME OFFERT ET ALLOUÉ DANS LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 2 :
POURCENTAGE MOYEN DES LIQUIDITÉS ADJUGÉES DANS LA ZONE EURO

Comme en 2006 et les années précédentes, la part de l'Allemagne reste la plus importante de la zone euro avec 45,6% des liquidités allouées aux contreparties allemandes.

Depuis 2007 la Slovénie participe aux opérations d'open market de l'Eurosystème.



2.1.1.2 Opérations de refinancement à plus long terme (ORLT) en 2007

Durant la seconde moitié de l'année 2007, la crise des *subprimes* a fortement influencé la gestion de la liquidité via les opérations de refinancement à plus long terme.

Pour faire face aux turbulences, la Banque centrale européenne a eu recours, dès la fin du mois d'août 2007, à des opérations de refinancement à plus long terme en supplément aux opérations à plus long terme habituelles. Une première opération a eu lieu fin août et une seconde à la mi-septembre. Ces opérations exceptionnelles ont ensuite été reconduites à plusieurs reprises[5].

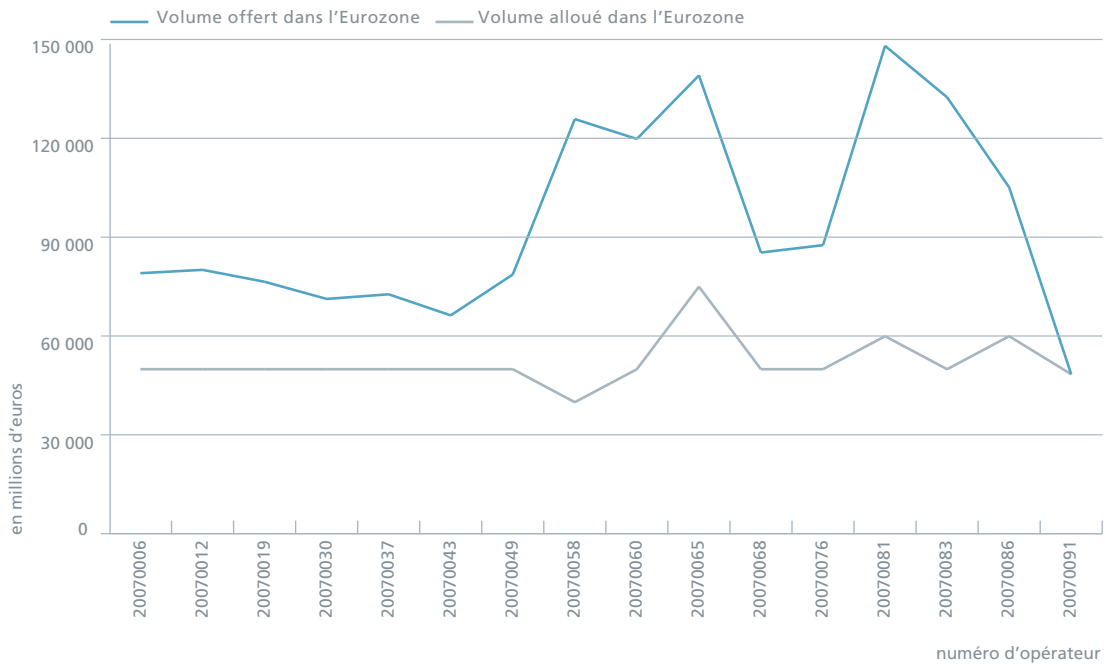
5 Il s'agit des opérations 20070058, 20070065, 20070081 et 20070086

En avril 2008, une opération à long terme avec une échéance exceptionnelle de 6 mois a également été mise en place.

Le graphique 4 ci-dessous illustre clairement l'augmentation du volume offert à plus long terme à partir de l'opération 20070058 du 24 août 2007. Les volumes demandés par les contreparties à partir de cette date ont fortement augmenté.

On peut noter que les deux dernières opérations ont eu lieu dans un intervalle de 8 jours seulement, ce qui conjointement avec l'abondance de liquidités disponibles les derniers jours de l'année, explique le faible volume de ces opérations.

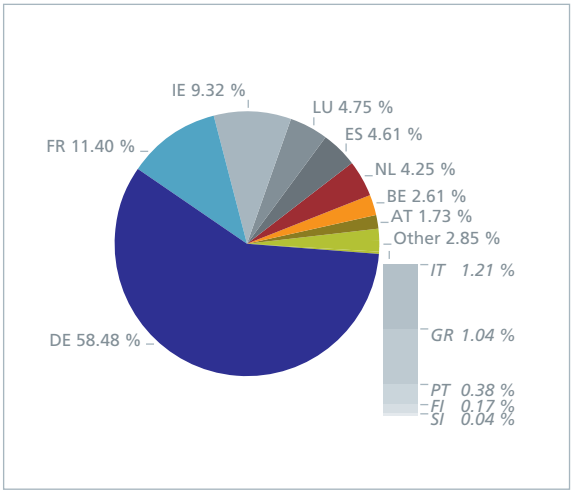
GRAPHIQUE 3 :
VOLUME MOYEN OFFERT ET ALLOUÉ DANS LA ZONE EURO



En 2007 les contreparties luxembourgeoises se sont vues octroyer en moyenne 4,8% des liquidités à long terme, adjugées dans l'ensemble de la zone euro (voir graphique 4).

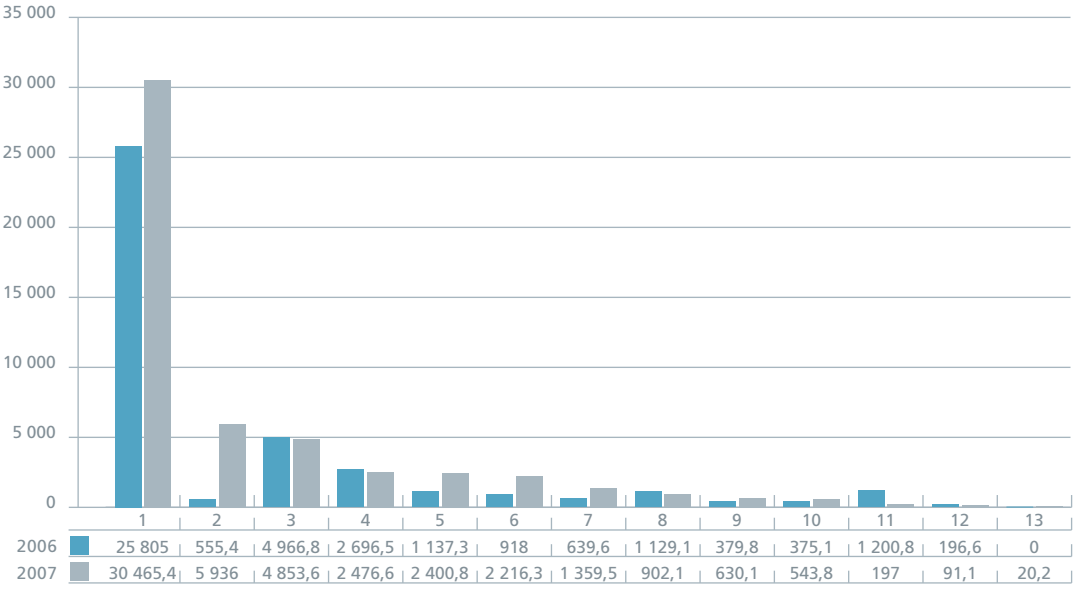
2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

GRAPHIQUE 4 :
POURCENTAGE MOYEN ALLOUÉ DANS LA ZONE EURO



Comme en 2006 et les années précédentes, la part de l'Allemagne reste la plus importante de la zone euro avec 58,5% des liquidités allouées aux contreparties allemandes. On peut souligner aussi la part de plus en plus importante des contreparties françaises dans ces opérations de refinancement à plus long terme (voir graphique 5 ci-après).

GRAPHIQUE 5 :
VOLUME MOYEN ADJUGÉ DANS LA ZONE EURO COMPARÉ À 2006



	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	25 805	555,4	4 966,8	2 696,5	1 137,3	918	639,6	1 129,1	379,8	375,1	1 200,8	196,6	0
2007	30 465,4	5 936	4 853,6	2 476,6	2 400,8	2 216,3	1 359,5	902,1	630,1	543,8	197	91,1	20,2

2.1.1.3 Opérations de réglage fin en 2007

En 2007, les opérations de réglage fin, habituellement utilisées de manière ponctuelle les années précédentes, ont été utilisées de plus en plus régulièrement.

Dès le début de la période des turbulences financières, la Banque centrale européenne a fait appel à cet instrument pour rétablir l'équilibre sur les marchés monétaires. Sept opérations ont été lancées entre le début du mois d'août 2007 et le début du mois d'octobre 2007. Au début de la crise elles étaient de type *liquidity providing* afin de satisfaire les besoins des contreparties. Par contre, à partir de la mi-septembre, les opérations de réglage fin ont toujours été de type *liquidity absorbing*, et ceci afin de drainer les excès de liquidité dans les marchés. On peut souligner à ce sujet que neuf opérations visant à absorber de la liquidité ont été menées fin décembre 2007.

Début 2008, la Banque centrale européenne a continué à utiliser cet instrument plus régulièrement tant pour absorber que pour fournir de la liquidité de manière ponctuelle.

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 en relation avec le taux de référence de la Banque centrale européenne.

A quelques exceptions près, les contreparties ont utilisé la facilité de dépôt le dernier jour des périodes de réserves obligatoires.

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, ce qui permet de stabiliser le marché.

Le système de réserves obligatoires n'a pas connu de changement en 2007.

Les contreparties luxembourgeoises ont rarement manqué à leurs obligations en 2007 et seules deux contreparties se sont vues infliger une sanction pour non-respect des obligations.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

2.2 La gestion des réserves de change par la BCL

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.

Les réserves de change de la BCE sont gérées de manière décentralisée par les BCN de l'Eurosystème depuis le mois de janvier 1999. Depuis le 1er janvier 2007, suite à l'élargissement de l'Union européenne et l'augmentation relative du PIB luxembourgeois, la pondération de la BCL dans la clé de répartition du capital de la BCE est de 0,1575%. Elle était au préalable de 0,1568% ; un montant supplémentaire de 3,5 millions d'euros a été transféré à la BCE. Au 31 décembre 2007, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) des réserves de la BCE gérées par la BCL représentait 236,6 millions d'euros.

Un objectif de la gestion des réserves de change de la BCE est que la BCE dispose à tout moment d'un montant suffisant de liquidités pour d'éventuelles interventions sur les marchés de change. 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 duration 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 est d'investir les réserves de change que la BCE lui a confiées dans les marges de fluctuation prévues ainsi que dans les limites de risque fixées, avec comme objectif une maximisation des revenus. Le montant des avoirs en or, qui font l'objet d'une gestion active, est fixé par la BCE en tenant compte de considérations stratégiques ainsi que des conditions du marché.

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

2.3 La gestion des avoirs de la BCL

2.3.1 Structure institutionnelle

La gestion des avoirs repose sur une structure impliquant cinq niveaux d'intervention outre le contrôle des risques :
- Le Conseil (niveau 1) ;
- La Direction (niveau 2) ;
- Le Comité de gestion actif-passif (ALCO) (niveau 3) ;
- Les Comités tactiques (niveau 4) ;
- Le gestionnaire (niveau 5).

- **Niveau 1 :** Le Conseil

Le Conseil approuve les lignes directrices du cadre de gestion des avoirs. Ainsi, le Conseil a accordé la possibilité à la BCL de s'engager dans la gestion d'avoirs de tiers, de constituer des portefeuilles propres afin d'assurer la diversification des revenus de la Banque. Parmi ces lignes directrices 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. Ainsi, la direction fixe le risque maximal pris dans la gestion des avoirs de la BCL en fixant la MRA (maximum risk allowance). La Direction détermine les mesures de gestion des risques, comme la méthode de calcul de la valeur à risque (VaR), et l'application des scénarios de tests de résistance aux risques (stress testing). La Direction fixe aussi les seuils d'alerte qui génèrent la convocation de réunions d'urgence à des fins d'évaluation et d'arbitrage.
La Direction détermine ainsi le cadre annuel chiffré.

- **Niveau 3 :** Le Comité de gestion actif-passif appelé ALCO

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

- **Niveau 4 :** Les Comités tactiques

Les Comités tactiques suivent les évolutions des portefeuilles à plus court terme et élaborent des propositions de valeurs de référence tactiques, dans le respect des limites attribuées par la valeur de référence stratégique.

Les Comités tactiques sont les suivants :
- Le Comité de gestion ;
- Le Comité réserves de change de la BCE ;
- Le Comité *tactical benchmark* du fonds de pension.

- **Niveau 5 :** Les gestionnaires

Les gestionnaires effectuent les transactions. Ils se conforment à l'ensemble des limites, qu'elles couvrent l'intégralité du portefeuille ou un investissement particulier.

2.3.2 Contrôle des risques

Les cellules Organisation et contrôle de gestion (OR) et Audit interne (AI) ont un rôle important dans le cadre de la gestion des avoirs.
Le gestionnaire de risques attaché à la cellule OR suit l'ensemble des positions de tous les portefeuilles afin d'en estimer les risques et de contrôler le respect des limites prédéfinies. Ce suivi est effectué quotidiennement et indépendamment du front-office. La cellule AI complète la structure de contrôle par le biais de missions spécifiques à différents niveaux de l'organisation. S'ajoute le rôle de contrôle joué par le middle et le back-office.

2.3.3 Cadre conceptuel

Les objectifs de la politique d'investissement :

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

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

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 strictes mesures de contrôle des risques.

Les ***décisions d'investissement*** *se font sur base d'analyses techniques et fondamentales, de même que sur base d'évaluations quantitatives. Les décisions d'investissement sont prises en tenant compte :*

- des risques de marché (les taux d'intérêt, les cours de change, les cours des actions, les prix des matières premières) ;
- des risques de crédit (critères de notations minimales par les agences de notation internationales) ;
- des risques de liquidité (limites de concentration par secteur, par émetteur et par émission, effort de diversification géographique dans la gestion journalière).

La mesure de performance :

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

2.3.4 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 cinq types de portefeuille : le portefeuille d'investissement, le portefeuille de liquidités, le portefeuille de réserves propres, le portefeuille du fonds de pension de la BCL et les portefeuilles pour compte de tiers. En 2007, la BCL a entamé la constitution d'un portefeuille d'immobilisations financières. La constitution de ce portefeuille sera complétée en 2008 conformément aux règles qui résulteront des travaux qui sont effectués dans les groupes au sein de l'Eurosystème.

Le portefeuille d'investissement (portefeuille 1)

Ce portefeuille est constitué d'actifs (obligations et actions) pouvant être considérés comme représentatifs des fonds propres (caractère d'investissement à plus long terme). Le portefeuille d'investissement en euros a pour principal objectif de maximiser le rendement, en fonction des contraintes de risque précitées (cf. point 2.3.2). Au 31 décembre 2007, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) de ce portefeuille représentait 1 598 millions d'euros.

Au cours de l'année 2007, la part des titres à revenus fixes de maturités supérieures à trois ans a été augmentée de 19 % à 28 % du portefeuille, alors que le pourcentage des obligations d'échéance d'un à trois ans a été réduit de 36 % à 29 %. Par ailleurs, fin 2007, les obligations à taux variable et les titres à taux fixe de maturité inférieure à un an représentaient 43 % du portefeuille 1, soit presque le même niveau qu'au 31 décembre 2006.

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

Le portefeuille de liquidités (portefeuille 2)

Ce portefeuille représente les autres actifs constitués en grande partie sur base d'un accord au sein de l'Eurosystème (*Agreement on Net Financial Assets*), en contrepartie des comptes TARGET et autres passifs.

Ce portefeuille, dont la contrepartie au passif commande un certain besoin en liquidités, poursuit également un objectif d'optimisation des revenus. Les instruments utilisés sont principalement des obligations à court terme à coupon fixe, des obligations à coupon variable et des certificats de dépôt (ECP, à condition que ces instruments répondent à des exigences de rating strictes et prédéfinies. Au 31 décembre 2007, la valeur totale de marché (intérêts courus inclus) du Liquidity Portfolio représentait 4 293,1 millions d'euros.

RÉPARTITION DES AVOIRS AU 31 DÉCEMBRE 2007

Echéance	Portefeuille 1	Portefeuille 2
0-1 an	43%	85%
1-3 ans	29%	12%
3-10 ans	28%	3%

Le 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 2007, la valeur totale des actifs en devises représentait 132 millions d'euros.

Le portefeuille du fonds de pension

La gestion de ce fonds est présentée dans la section 4.3.4 du présent Rapport.

Les 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 ESP (*Eurosystem service providers*). Six banques centrales de l'Eurosystème offrent une panoplie de services de gestion des réserves en euros à des clients institutionnels (banques centrales, autorités publiques, organisations internationales) dans un nouveau cadre de services standardisés défini par la BCE.

2.4 Les billets de banque et la circulation des signes monétaires

Les billets en euros sont produits en fonction des besoins exprimés par les banques centrales nationales (BCN) participantes et agrégées par la BCE. La production d'une même dénomination est assignée, au plus, à deux BCN. En 2007, la BCL a ainsi assuré la production de 9,6 millions de billets de 100 euros pour ses propres besoins. Suite à un appel d'offres, la production de ces billets a été confiée à l'imprimerie spécialisée Johan Enschedé Banknotes aux Pays-Bas.

En vertu d'un accord conclu avec l'Etat luxembourgeois, la BCL est en charge de la production des pièces luxembourgeoises en euros mises en circulation par la BCL. Suite à un appel d'offres, la BCL a chargé la Monnaie de Paris de produire 43,5 millions de pièces luxembourgeoises en euros millésimées 2007 afin de couvrir les besoins en pièces des acteurs économiques ainsi que de la fonction numismatique de la Banque.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

2.4.1 L'évolution de la circulation des signes monétaires

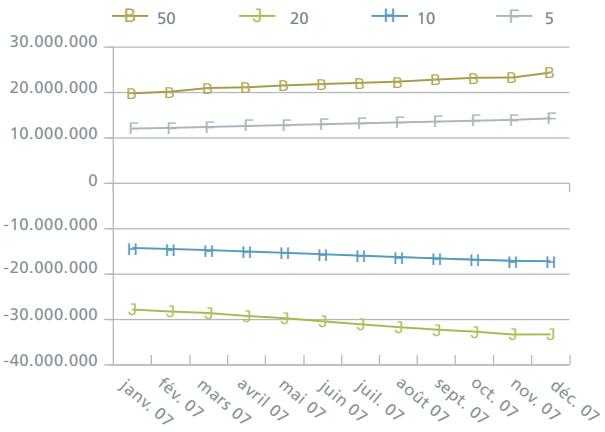
2.4.1.1 Les signes monétaires en euros

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

Le volume global net des billets en euros émis par la BCL au cours de 2007 s'élève à 17,7 millions de billets, contre 19,3 millions de billets en 2006, soit une régression de 8,3%. Le nombre des billets de 10 et 20 euros remis à la BCL excède celui des billets émis. Les organismes financiers clients de la BCL ont versé davantage de ces billets qu'ils n'en ont prélevé auprès d'elle, étant donné l'apport en ces coupures pour les dépenses au Luxembourg des touristes et des frontaliers.

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

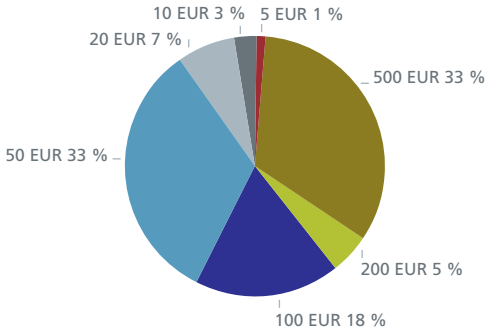
GRAPHIQUE 6:
ÉVOLUTION DU NOMBRE DE BILLETS EN EUROS UTILISES DANS LES TRANSACTIONS COURANTES MIS EN CIRCULATION PAR LA BCL



Par rapport à la zone euro, la BCL a contribué à hauteur de 1,2% du volume global de billets mis en circulation contre 1,1% en 2006.

Au Luxembourg et dans la zone euro, tout comme en 2006, l'année 2007 a été caractérisée par une demande soutenue des billets de dénominations élevées. Ainsi, la valeur totale des billets en euros mis en circulation par l'Eurosystème a augmenté de 7,7%, passant de 628,2 milliards d'euros en 2006 à 676,6 milliards d'euros à la fin 2007, avec la répartition suivante de la valeur totale par dénomination :

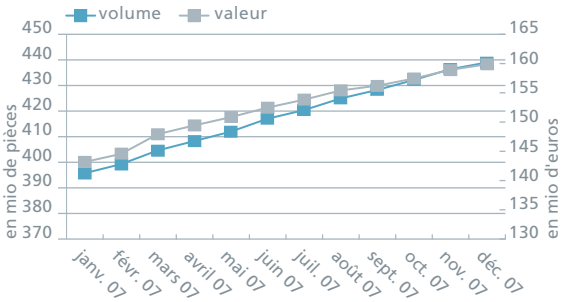
GRAPHIQUE 7 :
RÉPARTITION DE LA VALEUR DES BILLETS EN EUROS MIS EN CIRCULATION PAR L'EUROSYSTEME SELON LES DÉNOMINATIONS



Les pièces luxembourgeoises en euros continuent à faire l'objet d'une forte demande de la part du public. La valeur totale des pièces luxembourgeoises mises en circulation a connu une croissance de 13,9% en 2007, contre 14,5% en 2006. Elle est passée de 141,3 millions d'euros à 160,9 millions d'euros. Le volume de pièces mises en circulation au cours de 2007 a augmenté de 48,6 millions de pièces, affichant ainsi une croissance de 12,4%, pour atteindre un total de 438,8 millions de pièces luxembourgeoises en circulation à la fin 2007. Les pièces luxembourgeoises en euros font l'objet d'une forte demande des collectionneurs.

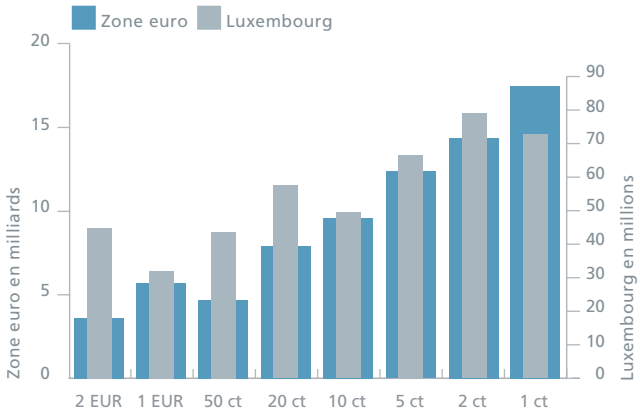
Le volume moyen mensuel de pièces en circulation s'est élevé à 417,9 millions. Le graphique ci-après montre l'évolution du volume et de la valeur des pièces luxembourgeoises en euros en circulation en 2007. La demande de pièces luxembourgeoises n'a cessé de croître regulièrement au cours de l'année sous revue.

GRAPHIQUE 8 :
VOLUME ET VALEUR TOTAUX DES PIÈCES LUXEMBOURGEOISES EN EUROS MISES EN CIRCULATION



Au sein de la zone euro, le Luxembourg contribue pour 0,6% à la valeur totale émise par toutes les autorités émettrices de la zone euro. La valeur moyenne des pièces luxembourgeoises en circulation s'élève à 36 cents, contre 26 cents en moyenne des pièces de la zone euro. Le graphique ci-après montre la comparaison du volume des différentes dénominations de pièces mises en circulation au Luxembourg par rapport à la zone euro.

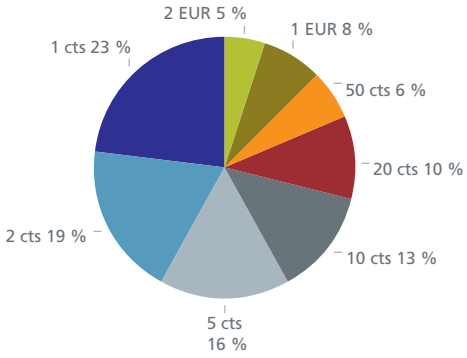
GRAPHIQUE 9 :
COMPARAISON DU VOLUME DE LA CIRCULATION DES DIFFÉRENTES DÉNOMINATIONS DE PIÈCES EN EUROS AU LUXEMBOURG PAR RAPPORT A LA ZONE EURO



Concernant les pièces luxembourgeoises, il s'avère que, tout comme les années précédentes, la dénomination de 2 cents reste la plus répandue en 2007. Le classement général en volume est par ordre décroissant en nombre de pièces est le suivant : 2 cents, 1 cent, 5 cents, 20 cents, 10 cents, 2 euros, 50 cents, 1 euro, tandis que le même classement au niveau de la zone euro donne l'image suivante : 1 cent, 2 cents, 5 cents, 10 cents, 20 cents, 1 euro, 50 cents, 2 euros.

La valeur totale des pièces en euros mises en circulation par l'Eurosystème est passée de 17,9 milliards d'euros à la fin 2006 à 19,2 milliards d'euros en 2007, tandis que le volume total s'élève à 75,8 milliards de pièces. Le graphique suivant montre la répartition de ce volume de la zone euro selon les dénominations :

GRAPHIQUE 10 :
RÉPARTITION DU VOLUME DES PIÈCES DE LA ZONE EURO EN CIRCULATION SELON LES DÉNOMINATIONS



2.4.1.2 Les signes monétaires en francs luxembourgeois

En 2007, la valeur globale des signes monétaires en francs luxembourgeois non présentés à l'échange est passée de 436,2 millions à 431,5 millions de francs luxembourgeois, soit une diminution de 1,1%. Cette diminution est exclusivement due au retour des billets en francs, les pièces en francs n'étant plus échangeables depuis fin décembre 2004. C'est la circulation du billet de 5 000 francs luxembourgeois qui a diminué le plus fortement, soit de 5% tandis que celle du billet de 1 000 francs luxembourgeois diminuait de 1,5% et celle du billet de 100 francs luxembourgeois seulement de 0,4%. Ces chiffres indiquent que les collectionneurs préfèrent les dénominations les moins élevées.

Fin 2007, un volume total de 885 444 billets en francs luxembourgeois et de 63,1 millions de pièces de circulation courante n'ont pas été présentés à l'échange et ce pour un montant global de 398 millions de francs luxembourgeois : les frappes numismatiques ainsi que les pièces de collection comptant pour un montant de 33,5 millions de francs.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

2.4.2 La gestion des signes monétaires

En ce qui concerne les billets en euros, le volume des versements effectués par les organismes financiers à la Caisse centrale de la BCL est resté quasiment constant par rapport à l'année précédente pour atteindre 66,5 millions de billets.

Le nombre de billets traités à l'aide des machines de tri a connu une augmentation d'environ 5,9%, passant de 59,7 millions de billets traités en 2006 à 61,4 millions en 2007. Ces machines de tri effectuent des contrôles d'authenticité ainsi que des tests de propreté des billets. Toutes dénominations confondues, près de 15,9 millions de billets ont été détruits en raison de leur inaptitude à la circulation. Le taux de rejet/destruction s'est maintenu avec 25,9% du total des billets traités en 2007. En outre, ce taux montre une forte variation selon les dénominations traitées et varie de 10,8% pour la dénomination de 500 euros à 50,7% pour la dénomination de 5 euros.

En vue de contribuer à la répression de la contrefaçon de signes monétaires, la BCL a continué de déployer ses efforts d'analyse en collaboration étroite avec la BCE et les autorités nationales compétentes.

2.4.3 Les émissions numismatiques

Afin de répondre au grand intérêt porté par les collectionneurs aux produits numismatiques luxembourgeois, la BCL a introduit en 2007 plusieurs nouveaux canaux de vente. Depuis janvier 2007, la vente au public de ces produits est réalisée au nouvel espace numismatique, au rez-de-chaussée du bâtiment Monterey de la BCL, sis au 43 avenue Monterey à Luxembourg. En février 2007, la BCL a introduit la vente par correspondance, avant de lancer au mois d'octobre 2007 un site commercial sur Internet (eShop).

Au cours de l'année 2007, la BCL a mis en circulation les produits numismatiques suivants :

- Deux pièces commémoratives de 2 euros à face nationale, mises en vente respectivement en février et en mai 2007. La première représente le Palais Grand-Ducal, résidence officielle du Grand-Duc, alors que la seconde est dédiée au 50e anniversaire du Traité de Rome. Ces deux pièces commémoratives ont été émises avec un tirage de 15 000 exemplaires chacune en qualité *brillant universel* et présentées en cartes de collection (*coin cards*) ainsi qu'avec un tirage d'1 million de pièces en qualité circulation.

- Le set BU 2007, proposant l'ensemble des pièces luxembourgeoises du millésime 2007 (y compris les deux pièces commémoratives de 2 euros) frappées en 15 000 exemplaires en qualité *brillant universel*. Ce set s'inscrit dans une série dédiée aux différentes époques architecturales, elles-mêmes illustrées sur les billets de banque en euros. A l'image du billet de 20 euros, l'étui du set BU 2007 célèbre l'architecture gothique et met en valeur les vestiges de cette époque existants encore à ce jour au Luxembourg.

- Le set BENELUX 2007, rassemblant dans un même étui 8 pièces en euros du millésime 2007 de chacun des trois pays membres du BENELUX, frappées en qualité *brillant universel*. En outre, ce set contient une médaille spéciale en cupro-nickel.

- Le set PROOF 2007, composé des 10 pièces luxembourgeoises du millésime 2007 (y compris les deux pièces commémoratives de 2 euros) émises avec un tirage de 2 500 exemplaires en qualité *belle épreuve*.

- Une pièce en argent dédiée au 30e anniversaire de la Cour des comptes européenne, émise à la date anniversaire du 17 octobre 2007 en 3.000 exemplaires, sixième pièce de collection de la série consacrée aux Institutions européennes. Tout comme les autres pièces de la série, cette pièce en argent a une valeur faciale de 25 euros, un poids de 22,85 g d'argent titré à 925 et un diamètre de 37 mm. Comme toutes les pièces de collection en métal précieux émises par un pays de la zone euro, la pièce en argent n'a cours légal que dans les limites territoriales du pays d'émission.

- Un set de huit pièces en euros slovènes en qualité de circulation courante (pièces de 1 cent à 2 euros), émis en octobre 2007 et célébrant l'entrée de la Slovénie dans la zone euro au 1er janvier 2007. Ce set complète le « cube » émis par la BCL en 2002, rassemblant un set d'euros en provenance de chaque pays ayant introduit l'euro comme monnaie fiduciaire.

2.5 Les développements dans le domaine statistique

2.5.1 Les statistiques bancaires et monétaires

L'Eurosystème a poursuivi les travaux de refonte des règlements BCE/2001/13 et BCE/2001/18 relatifs au bilan et aux taux d'intérêt des IFMs afin d'améliorer le tissu statistique au sein de la zone euro. L'objectif de ces travaux est notamment l'intégration des instruments financiers nouveaux, des statistiques relatives aux systèmes de paiement ainsi que des informations sur les opérations de titrisation dans les statistiques bancaires et monétaires.

La BCL participe également 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. Dans ce même contexte, elle a participé au recensement triennal du marché des changes et des produits dérivés au cours du mois d'avril 2007 dont les résultats ont été publiés dans le Bulletin 2007/2 de la BCL.

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)*.

La BCL publie sur son site Internet ainsi que dans son Bulletin périodique des statistiques mensuelles et trimestrielles sur le bilan agrégé des institutions financières monétaires (IFMs) luxembourgeoises et des établissements de crédit luxembourgeois ainsi que sur les taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit aux crédits et dépôts. De plus, la BCL publie également des informations sur l'effectif et les comptes de profits et pertes des établissements de crédit.

2.5.2 Les 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 communiqué les instructions finales au secteur bancaire concernant la transmission, sur une base titre par titre, des investissements de portefeuille détenus pour compte propre et pour compte de tiers. Une première transmission de données est requise pour les données de fin décembre 2008. Ces travaux substantiels visent à respecter les échéances fixées par l'orientation BCE/2004/15 de la BCE du 16 juillet 2004.

Finalement, la BCL a décidé, d'un commun accord avec le STATEC, d'augmenter à partir de juillet 2008 le seuil d'exemption de 12 500 euros à 50 000 euros.

2.5.3 Les statistiques économiques et financières

Au cours de l'année 2007, la BCL a contribué au développement conceptuel par la BCE d'une nouvelle collecte de données auprès du secteur des intermédiaires financiers (OPC non monétaires et sociétés de titrisation) qui sont des acteurs importants sur les marchés des capitaux. Au cours de l'année 2007, ces travaux ont abouti à l'adoption, par le Conseil des gouverneurs de la BCE, du règlement BCE/2007/9 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement.

Afin de mettre le Luxembourg en mesure de répondre à cette demande d'informations de la BCE, la BCL a, en étroite collaboration avec l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement par l'intermédiaire de l'Association luxembourgeoise des fonds d'investissement (ALFI), modifié la collecte statistique auprès des OPC monétaires et défini une nouvelle collecte de données auprès des OPC non monétaires. La collecte modifiée auprès des OPC monétaires ainsi que la nouvelle collecte auprès des OPC non monétaires entreront en vigueur en janvier 2009.

Finalement, la BCL publie dans son Bulletin périodique et sur son site Internet des informations sur la situation des OPC et des PSF.

2.5.4 Les 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 sont publiées annuellement dans le "*Blue Book* ".

Le SEBC est en train d'harmoniser cette collecte. Les travaux sur ce projet ont débuté en 2007 et devraient être finalisés au cours de l'année 2008.

2.6 Les systèmes de paiement et de règlement-titres

2.6.1 Le système de règlement brut en temps réel

Le système de règlement brut en temps réel, LIPS-Gross[6], a migré ses activités le 19 novembre 2007 vers le nouveau système TARGET2-LU. De ce fait, l'exercice 2007 s'est limité à 224 jours opérationnels contre 255 en 2006. Les chiffres relatifs à l'activité globale des deux années ne sont donc pas directement comparables.

Au cours de l'année 2007, le nombre de participants à LIPS-Gross est passé de 31 à 30.

2.6.1.1 L'activité de LIPS-Gross au cours de l'année 2007

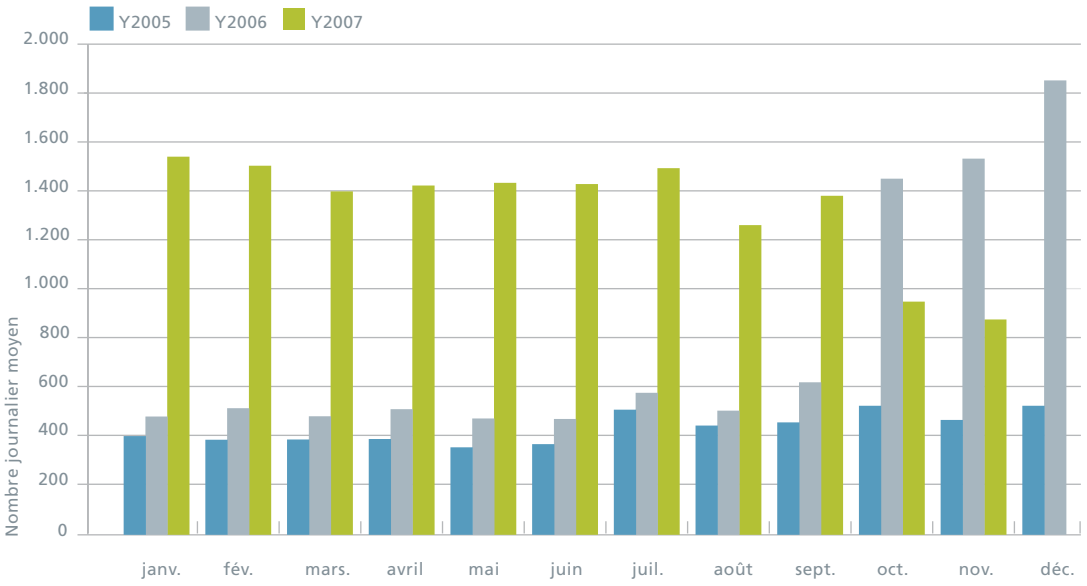
Paiements domestiques[7]

En 2007, les participants à LIPS-Gross ont échangé un total de 301 148 paiements (contre 197 744 en 2006) pour une valeur globale de 2 880 milliards d'euros (contre 3 387 milliards d'euros en 2006). Par rapport à 2006, le volume a donc augmenté de 52% alors que la valeur échangée a diminué de 15%. La forte augmentation du volume s'explique en grande partie par la migration de paiements de LIPS-Net (qui avait cessé ses activités en octobre 2006) vers LIPS-Gross. La valeur moyenne par transaction tombe ainsi à 9,6 millions d'euros.

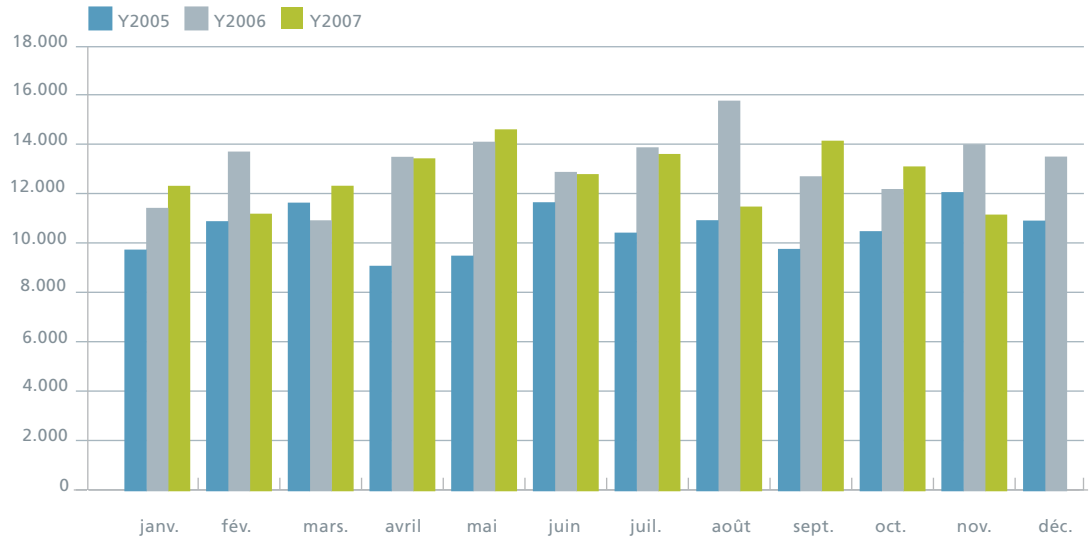
6 Real Time Gross Settlement System (RTGS)
7 Paiement domestique :
paiement échangé entre deux participants LIPS-Gross

Les graphiques suivants illustrent l'évolution des moyennes journalières en termes de volume et de la valeur des paiements domestiques.

GRAPHIQUE 11 :
PAIEMENTS DOMESTIQUES :
ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN



GRAPHIQUE 12 :
PAIEMENTS DOMESTIQUES :
ÉVOLUTION DE LA VALEUR JOURNALIÈRE MOYENNE (MILLIONS EUR)



2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Paiements transfrontaliers[8]

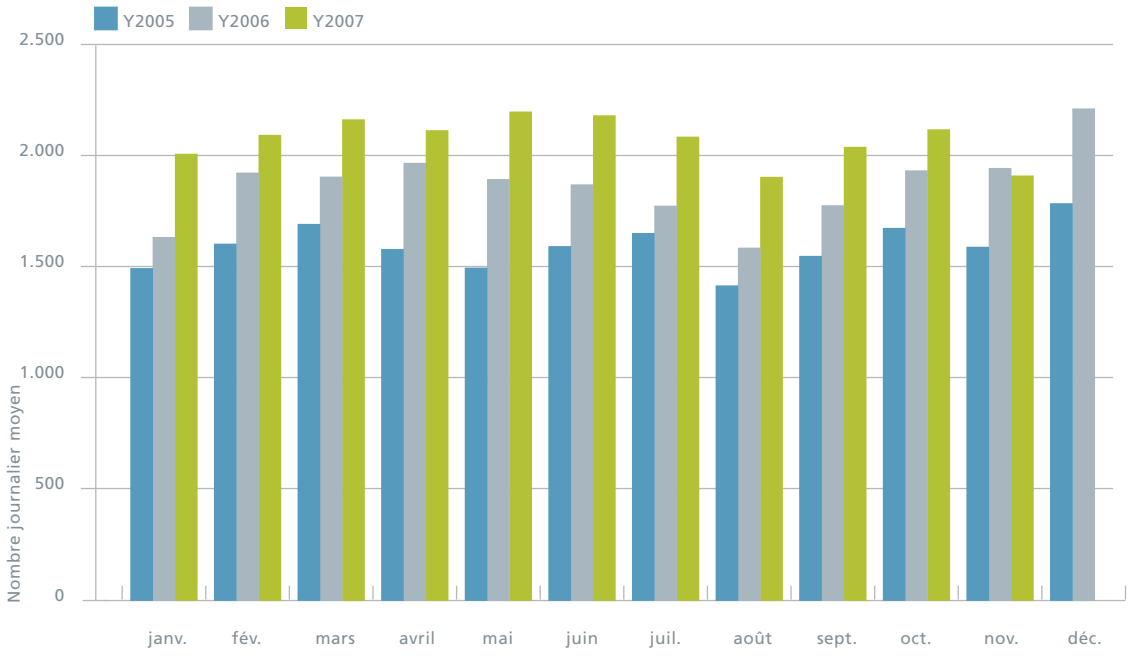
En 2007, les participants à LIPS-Gross ont envoyé 464 295 paiements dans les autres pays de l'UE (contre 473 199 paiements en 2006) pour une valeur totale de 5 437 milliards d'euros (contre 4 491 milliards d'euros en 2006). En contrepartie, ils ont reçu 376 583 paiements transfrontaliers (contre 404 176 paiements en 2006) pour un total de 5 451 milliards d'euros (contre 4 489 milliards d'euros en 2006). La valeur moyenne par transfert émis se chiffre ainsi à 11,7 millions d'euros (en hausse de 23%).

La valeur moyenne par paiement reçu est de 14,5 millions d'euros (en augmentation de 30%). Les membres de LIPS-Gross ont reçu moins de paiements transfrontaliers qu'ils n'en ont émis. La valeur des paiements transfrontaliers reçus reste supérieure à celles des paiements envoyés.

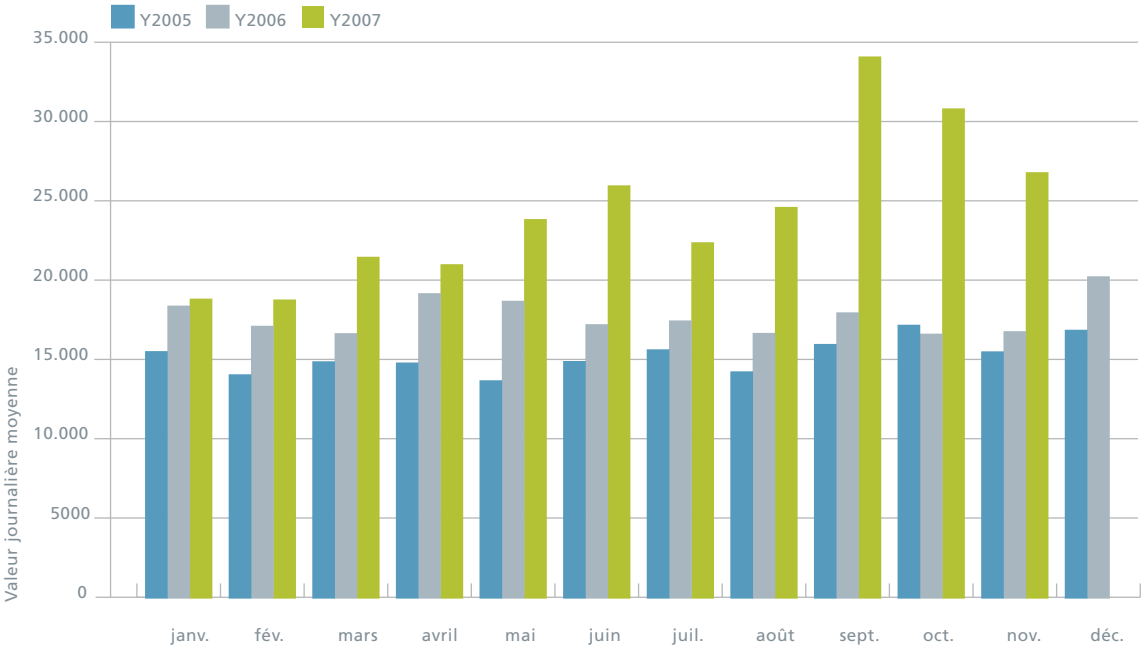
Les graphiques suivants illustrent l'évolution des moyennes journalières du volume et de la valeur des paiements transfrontaliers émis par les participants luxembourgeois.

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

GRAPHIQUE 13 :
PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS ÉMIS :
ÉVOLUTION DU VOLUME JOURNALIER MOYEN

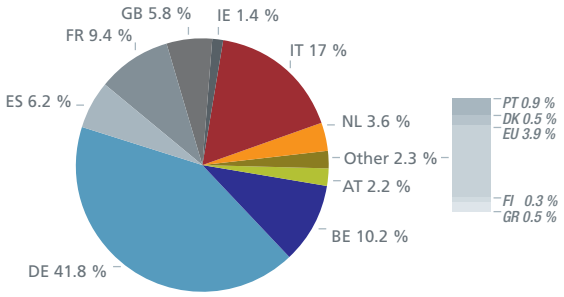


GRAPHIQUE 14 :
PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS ÉMIS :
ÉVOLUTION DE LA VALEUR JOURNALIÈRE MOYENNE (MILLIONS EUR)

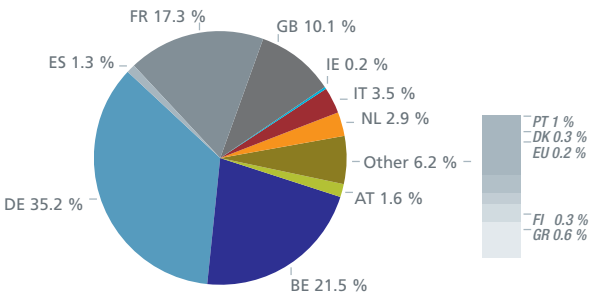


En 2007, les paiements transfrontaliers émis ont globalement diminué de 2% en volume et ils ont augmenté de 21% en valeur. Sur base journalière, le volume a cependant augmenté de 11% et la valeur de 37%.

GRAPHIQUE 15 :
RÉPARTITION DES
PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS ÉMIS (VOLUME)



GRAPHIQUE 16 :
RÉPARTITION DES
PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS ÉMIS (VALEUR)



Conformément aux années précédentes, plus de 80% des paiements transfrontaliers (que ce soit en volume ou en valeur) sont envoyés vers cinq pays, parmi lesquels les voisins directs du Luxembourg.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Chiffres agrégés des paiements domestiques et transfrontaliers

Le nombre total de paiements traités par LIPS-Gross au cours de l'année 2007 a atteint 1 142 026 transactions (en augmentation de 4% par rapport à 2006).

Le tableau suivant donne une vue globale de la moyenne journalière des volumes et valeurs des paiements échangés par année. Dans l'ensemble, les volumes ainsi que les valeurs échangées continuent à augmenter.

VOLUME DES PAIEMENTS EN MOYENNE JOURNALIERE

	PAIEMENTS DOMESTIQUES		TRANSFRONTALIERS ÉMIS		TRANSFRONTALIERS REÇUS		TOTAL ÉMIS ET REÇUS
	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume émis)	Volume	(% volume total)	
2005	428	(21,20%)	1 591	(78,80%)	1 495	(42,54%)	3 514
2006	775	(29,46%)	1 856	(70,54%)	1 585	(37,59%)	4 216
2007	1 344	(39,33%)	2 073	(60,67%)	1 681	(32,97%)	5 098
Variation 2007-2006	**+72%**		**+12%**		**+6%**		**+20%**

VALEUR (MIO EUR) DES PAIEMENTS EN MOYENNE JOURNALIERE

	PAIEMENTS DOMESTIQUES		TRANSFRONTALIERS ÉMIS		TRANSFRONTALIERS REÇUS		TOTAL ÉMIS ET REÇUS
	Valeur	(% valeur émise)	Valeur	(% valeur émise)	Valeur	(%valeur totale)	
2005	10 686	(41,21%)	15 243	(58,79%)	15 260	(37,05%)	41 189
2006	13 281	(42,99%)	17 612	(57,01%)	17 602	(36,30%)	48 496
2007	12 857	(34,63%)	24 271	(65,37%)	24 411	(39,59%)	61 465
Variation 2007-2006	**-3%**		**+38%**		**+39%**		**+26%**

LIPS-Gross par rapport aux autres systèmes connectés dans TARGET

En 2007, tous les systèmes RTGS nationaux pris ensemble ont exécuté un total de 72,6 millions de paiements domestiques (contre 64,2 millions en 2006) pour une valeur de 395 412 milliards d'euros (contre 348 765 milliards d'euros en 2006). En moyenne journalière, les paiements entre participants luxembourgeois représentaient 0,47% du volume et 0,83% de la valeur de tous les paiements nationaux dans TARGET.

A ces chiffres s'ajoutent 20,8 millions de paiements transfrontaliers (19 millions en 2006) qui totalisaient 221 319 milliards d'euros (184 777 milliards d'euros en 2006) pour l'année entière. Ici, le Luxembourg contribuait pour 2,54% au volume et pour 2,80% à la valeur échangée.

Disponibilité de TARGET

La disponibilité globale de TARGET est passée de 99,87% en 2006 à 99,90% en 2007. En moyenne, sur les neuf années d'existence de TARGET, la disponibilité globale a atteint 99,73%.

De 99,80% en 2006, la disponibilité de LIPS-Gross est passée à 99,98% en 2007 en raison de deux incidents techniques mineurs. La disponibilité de LIPS-Gross fut de 100% dix mois sur onze en 2007. Sur les 9 années d'existence de LIPS-Gross, sa disponibilité moyenne atteint 99,73%.

2.6.1.2 La migration vers TARGET2-LU

Suite à la décision du Conseil des gouverneurs prise le 24 octobre 2002 d'harmoniser les systèmes RTGS exploités par les banques centrales nationales au niveau de l'Eurosystème, la nouvelle plate-forme TARGET2 développée et exploitée conjointement par les banques centrales de l'Eurosystème a été mise en production le 19 novembre 2007. Le Luxembourg a fait partie de la première vague de pays à migrer vers cette nouvelle plate-forme. Les différents systèmes RTGS actuellement non-migrés suivront en deux autres vagues le 18 février et le 19 mai 2008. Après la période de migration, TARGET2 comptera environ un millier de banques participant directement et offrant un accès indirect à une multitude de banques à travers le monde entier. TARGET2 sera en outre l'outil de liquidation préféré pour la plupart des systèmes auxiliaires européens.

En conséquence de la migration, le système LIPS-Gross, la composante luxembourgeoise du système TARGET a été mis à l'arrêt après le 16 novembre 2007. Le 19 novembre 2007, le successeur de LIPS-Gross, TARGET2-LU, a repris les activités sur la plate-forme unique de TARGET2. 23 des participants à LIPS-Gross participent depuis à TARGET2-LU.

Le RTGS-L Gie, le propriétaire du système LIPS-Gross, sera dissoute au cours de l'année 2008.

2.6.2 Le système de compensation interbancaire servant le marché luxembourgeois

LIPS-Net, le système de compensation nationale automatisée pour les chèques et les virements domestiques, a été développé au début des années 90 en remplacement d'une chambre de compensation manuelle.

Tenant compte des perspectives limitées d'augmentation de son activité, d'économies d'échelle insuffisantes et de l'intégration européenne[9] qui prend forme, les gérants du SYPAL-Gie, le propriétaire du système, ont décidé d'arrêter l'exploitation du système LIPS-Net à la date du 9 octobre 2006.

Depuis le 1er juillet 2006, les banques luxembourgeoises échangent et compensent les chèques, dont les volumes ont fortement diminué les dernières années, sur base bilatérale. Depuis l'arrêt du système LIPS-Net, les virements et les ordres permanents domestiques sont traités par le système pan-européen STEP2, qui est opéré par l'Association Bancaire pour l'Euro (ABE).

9 D'ici l'année 2010, le secteur financier européen s'attache à mettre en place un espace unique des paiements en euros, le « Single Euro Payments Area » (SEPA)

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

L'activité des participants luxembourgeois dans STEP2 :

Suite à l'arrêt du système LIPS-net, la majeure partie des transactions luxembourgeoises de virements et d'ordres permanents est compensée dans le système pan-européen STEP2. Les transactions non traitées dans STEP2 sont compensées soit dans TARGET2 soit bilatéralement entre les banques concernées.

En 2007, les participants luxembourgeois ont envoyé, en moyenne journalière, 57 000 opérations pour une valeur de 88 millions d'euros. Les transactions domestiques constituaient 77% du volume (environ 44 000 opérations par jour) et totalisaient 61 millions d'euros (soit 70% de la valeur).

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

2.6.3.1 La liste des actifs éligibles

Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème sont effectuées « sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts »[10]. 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 à des critères d'éligibilité définis par l'Eurosystème. La liste des actifs éligibles est disponible sur le site internet de la BCE.

En 2007, l'Eurosystème a remplacé ses deux catégories d'actifs éligibles[11] par une liste unique. Cette liste unique comprend deux genres d'actifs, les actifs négociables (titres) et les actifs non négociables (en particulier des créances). L'inclusion d'actifs non négociables a requis de chaque BCN le développement de procédures appropriées de traitement, ainsi que le développement et la mise en place d'une méthode d'évaluation des crédits uniforme dans l'Eurosystème.

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

- Entre 2007 et 2012 chaque banque centrale nationale appliquera son propre seuil minimum aux prêts bancaires. A partir de 2012 un seuil commun de 500 000 euros sera appliqué dans tout l'Eurosystème.

- Les débiteurs des prêts remis en gage doivent être en bonne santé financière. L'Eurosystème évalue la santé financière des débiteurs par le biais du Eurosystem credit assessment framework (ECAF) qui contient les techniques et les règles relatives à la qualité du débiteur. Dans ce contexte, l'Eurosystème a également rendu public le niveau de signature minimum qu'il accepte. Celui-ci se traduit par une notation d'au moins A- ou d'une probabilité de défaut inférieure ou égale à 0,10%.

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

11 Il s'agissait de garanties dites de « Niveau 1 », titres de créance qui satisfaisaient à des critères d'éligibilité uniformes définis par l'Eurosystème, et de « Niveau 2 », actifs complémentaires.

La loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers a notamment pour objet d'introduire un nouveau dispositif visant à ce que les créances mises en gage au profit de la BCL soient inscrites dans un registre tenu auprès de la Banque centrale, cette dernière disposant ainsi d'un régime de mise en gage équivalent à celui offert dans certains Etats voisins.[12]

2.6.3.2 L'utilisation des systèmes de règlement de titres

Sélection des dépositaires[13] éligibles

La notion de « sûreté appropriée»[14] a également conduit l'Eurosystème à procéder à une évaluation régulière des dépositaires de titres éligibles. Un dépositaire national 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. Au cours de l'exercice 2006, le Conseil des gouverneurs a aussi autorisé l'utilisation de titres internationaux sous forme de note globale au porteur, les « Nouvelles Notes Globales (NNG) ou *New Global Note* (NGN) », utilisées par Clearstream Banking Luxembourg (CBL), Euroclear Bank, ainsi que par d'autres participants dans ce marché. Les titres émis sous forme de «NNG» ont été jugés conformes aux standards utilisateurs de l'Eurosystème, à condition qu'ils soient déposés auprès d'un dépositaire éligible.

Utilisation transfrontalière des garanties

En plus des titres éligibles déposés auprès de leur dépositaire national (en l'occurrence CBL pour les contreparties luxembourgeoises), 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 garanties de manière transfrontalière. Les contreparties peuvent utiliser soit

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

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

- des liens directs rendent disponibles dans un système de règlement de titres d'un pays de l'UE donné des titres émis dans un système d'un autre pays de l'UE, grâce à des comptes bilatéraux que les deux systèmes entretiennent entre eux.
- des liens relayés permettent à deux systèmes sans comptes bilatéraux de transférer des titres entre eux par l'utilisation d'un troisième système avec lequel les deux systèmes ont des comptes bilatéraux. L'utilisation de chaque lien requiert l'approbation préalable du Conseil des gouverneurs. En 2007 les banques luxembourgeoises pouvaient utiliser des liens directs entre CBL et Clearstream Banking A.G. Frankfurt, Euroclear, la Banque nationale de Belgique, Monte Titoli (Italie), OekB (Autriche), et Euroclear Netherlands (Pays-Bas).

Le règlement de titres en monnaie banque centrale : TARGET2-Securities

L'objectif du projet *TARGET2-Securities* (T2S) est de promouvoir l'intégration des infrastructures des marchés financiers. Dans ce but, T2S fournira au marché des services de règlement de titres en monnaie banque centrale. En mars 2007, et après évaluation approfondie, le Conseil des gouverneurs a retenu que l'implémentation du projet est faisable. En outre, il a été décidé que le système T2S sera mis en œuvre sur la plateforme technique utilisée par le système de paiements TARGET2.

Un projet des besoins des utilisateurs a été défini en 2007 sur base de principes généraux et de propositions de haut niveau soumis préalablement à consultation publique. Ces besoins des utilisateurs ont été élaborés durant une phase de 6 mois d'intense collaboration d'une équipe d'experts composée de représentants de

12 Voir à ce sujet la section 3.3.1.
13 Un dépositaire est un établissement qui opère un système de règlement de titres.
14 Mentionnée à l'article 18 du Traité.
15 *Correspondent Central Banking Model*, CCBM, voir 2.6.4 ci-dessous.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

l'Eurosystème, des dépositaires de titres ainsi que des banques. Dans le cadre d'une deuxième consultation publique lancée en décembre 2007, le marché a été invité à commenter le projet des besoins des utilisateurs. En plus, le marché a été invité à commenter la méthodologie pour l'évaluation de l'impact économique que l'Eurosystème va appliquer afin de calculer les coûts, les bénéfices et les impacts macroéconomiques de T2S. Les commentaires des participants du marché seront évalués avant soumission de la version finale des besoins des utilisateurs pour décision au Conseil des gouverneurs en été 2008.

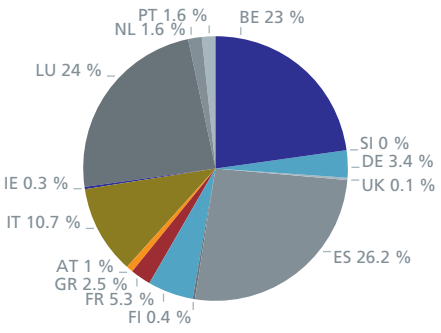
2.6.4 Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC)

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 direct 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 dans lequel sont enregistrées les garanties déposées. De l'autre côté, la banque centrale du pays d'origine (BCPO) accorde le crédit à sa contrepartie sur base des confirmations reçues par la BCC.

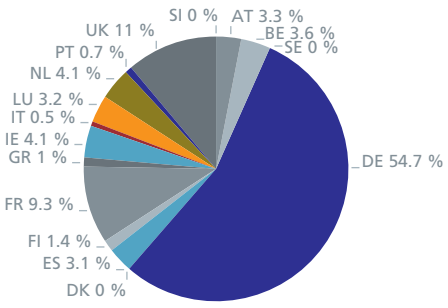
Le MBCC a rencontré un franc succès auprès des contreparties et il demeure le canal principal pour la mobilisation transfrontalière des garanties utilisées dans les opérations de crédit de l'Eurosystème.

Les BCC les plus sollicitées en tant que correspondant sont les banques centrales d'Espagne (26,2%), du Luxembourg (24,0%), de Belgique (23,0%) et d'Italie (10,7%). Les BCPO les plus actives sont celles d'Allemagne (54,7%), du Royaume-Uni (11,0%), de France (9,3%), des Pays-Bas (4,1%) et d'Irlande (4,1%).

GRAPHIQUE 17 : BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE



GRAPHIQUE 18 : BANQUE CENTRALE DU PAYS D'ORIGINE



2.6.5 La future gestion des garanties par l'Eurosystème

En 2007, Eurosystème a revu ses procédures de gestion des garanties et en particulier du MBCC. Face à l'évolution des besoins des contreparties d'une part et afin de réaliser des synergies d'autre part, le Conseil des gouverneurs a décidé de développer une plateforme unique pour la gestion des garanties transfrontalières et des garanties domestiques. Cette plateforme sera appelée CCBM2 (*Collateral Central Bank Management*) et va offrir aux banques centrales les fonctionnalités nécessaires afin de gérer des titres et des créances reçus par leurs contreparties. Avec l'intention de développer une plateforme répondant aux besoins du marché, l'Eurosystème a lancé en avril 2007 une première consultation publique sur les principes généraux définis pour ce projet. Les réponses des participants du marché ont été prises en compte lors de la définition des besoins des utilisateurs pour le CCBM2. Une nouvelle consultation publique a été lancée dans ce contexte en février 2008.

2.6.6 Le *Night Time Link* avec Clearstream

Avec la migration de la communauté bancaire luxembourgeoise sur le système TARGET2, l'opération de la procédure *Night Time Link* avec Clearstream à été arrêtée. Les fonctionnalités de TARGET2 permettent aux banques concernées de continuer à utiliser leurs actifs déposés auprès de la BCL pour garantir le crédit accordé par CBL dans le clearing de nuit.

2.7 La stabilité financière

2.7.1 La surveillance macro-prudentielle

Dans le cadre de ses analyses régulières, la Banque centrale évalue la stabilité du système financier d'un point de vue macro-prudentiel. Les analyses relatives au secteur financier se basent en particulier sur les informations quantitatives fournies par les établissements de crédit dans le cadre du reporting prudentiel et statistique aux autorités locales. En sus des analyses régulières, la Banque centrale s'attache à identifier sur base d'analyses spécifiques, les sources de risques et de vulnérabilités potentielles et d'ordre systémique qui seraient susceptibles de compromettre la stabilité financière. Ainsi, en 2007, l'accent a été mis sur les répercussions potentielles des turbulences financières sur les banques de la Place. Les résultats de ces analyses ont été présentés dans la Revue de stabilité financière publiée le 28 avril 2008.

Les banques luxembourgeoises ne sont pas à l'abri des retombées indirectes des turbulences financières, engendrées dans un environnement d'interdépendance accrue entre systèmes financiers au niveau international. Malgré cet environnement moins favorable, les bonnes performances des années précédentes ainsi que des ratios de solvabilité confortables ont globalement permis aux banques luxembourgeoises de faire face à la hausse des risques. Des vulnérabilités auprès de quelques banques individuelles ne peuvent néanmoins être exclues et il faut rester vigilant quant aux retombées négatives en cas de persistance prolongée des turbulences financières.

L'épisode des perturbations des marchés a en particulier mis en évidence les risques découlant des produits financiers complexes, des problèmes d'évaluation et de transparence. Par ailleurs, les récentes turbulences ont également souligné la vitesse de propagation des problèmes de liquidité et la contagion accrue à travers les différents systèmes financiers. Une coopération renforcée entre banques centrales et superviseurs ainsi que des travaux au niveau international en matière de surveillance et de gestion de risque de liquidité s'avèrent indispensables.

2. LES OPÉRATIONS DE LA BCL

Les perspectives au niveau international restent incertaines pour l'année 2008. L'environnement financier en général pourrait être exposé à une dégradation additionnelle de la valorisation des portefeuilles, à des coûts accrus de refinancement sur les marchés, à une baisse des revenus sur activités en relation avec les produits structurés et l'*investment banking*. S'y ajoutent des risques en relation avec le secteur des *monolines*, l'émergence potentielle de nouvelles vulnérabilités dans les systèmes financiers, ainsi que les retombées d'un environnement macroéconomique moins favorable.

Les travaux analytiques spécifiques entrepris en 2007, ont trait entre autres à une réactualisation de l'indice de vulnérabilité du secteur bancaire, l'analyse de la productivité totale des facteurs (PTF) des banques, l'évaluation de la solidité du secteur bancaire au moyen de l'indice technique z-score, la mesure de l'attitude des investisseurs face au risque et l'extraction des attentes des investisseurs à partir des prix des options.

Au niveau du SEBC, la BCL contribue aux travaux du Comité de Surveillance Bancaire, ainsi qu'à ses deux groupes de travail à savoir *Working Group on Macroprudential Analysis* et le *Working Group on Developments in Banking*. A l'instar des années précédentes, ces groupes ont produit en 2007 des rapports sur la stabilité du secteur bancaire européen et sur les développements structurels au niveau du secteur bancaire européen. En outre, la BCL participe en particulier à la *Task force on liquidity stress testing and contingency funding plans*.

La BCL participe également aux travaux du *Committee of European Banking Supervisors* (CESB) mis en place par la Commission européenne.

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

La Banque centrale du Luxembourg a poursuivi en 2007 son activité de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

Cette surveillance a tout d'abord porté sur le système de règlement des opérations sur titres opéré par Clearstream Banking Luxembourg. De plus, la BCL a procédé à la surveillance du système de paiement brut en temps réel Lips-Gross jusqu'à son arrêt, en novembre 2007 et sa migration vers Target 2. Suite à cet arrêt, la BCL a procédé au retrait de la notification du système Lips-Gross à la Commission européenne ainsi qu'à la notification de Target2-LU. Quant à la surveillance de Target2 à laquelle la BCL participe, elle est réalisée de façon coordonnée, pour ce qui est des éléments centralisés, au niveau du Système européen de banques centrales. Une évaluation préliminaire du système Target2 a été réalisée dans ce contexte.

Par ailleurs, la BCL contribue, en tant que membre du SEBC, aux travaux du *Payment and Settlement Systems Committee*. Un cadre de surveillance des cartes de paiement a été élaboré et une évaluation des systèmes de cartes de paiement en euro sera réalisée en 2008. De même, des réflexions ont été menées sur la surveillance d'autres instruments de paiement.

3

3. Les activités extérieures

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

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 Comité Monétaire et Financier International.

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 2007, 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 6,71% 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 2007, la BCL n'a octroyé aucun crédit et s'est vue rembourser la somme de 11,8 millions d'euros.

À la fin de l'année 2007, le Luxembourg détenait 75,2% de son allocation de DTS (contre 72,1% en 2006) suite à l'accumulation des intérêts nets reçus sur les comptes en DTS et sur la position de réserve. En date du 31 décembre 2007, le montant inscrit au compte DTS s'élevait à DTS 12,8 millions.

Un agent de la BCL est détaché auprès du FMI.
La BCL a également participé à certains groupes de travail au sein de l'OCDE et de la BRI. A cet égard, elle 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.

Le président de la BCL a assisté à l'Assemblée générale ordinaire de la BRI.

3.2 L'activité au niveau européen

3.2.1 Les activités au niveau de la BCE

Au cours de l'année 2007, le Président de la BCL a pris part à toutes les réunions du Conseil des gouverneurs et du Conseil général.

3.2.2 Le Traité de Lisbonne et l'élargissement de la zone euro

Le Traité de Lisbonne modifiant le traité sur l'Union européenne et le traité instituant la Communauté européenne a été signé dans la capitale portugaise le 13 décembre 2007[1]. Avant d'entrer en vigueur, le traité devra être ratifié par les États membres conformément à leurs règles constitutionnelles respectives. Il est prévu qu'il entre en vigueur le 1er janvier 2009, à condition que tous les instruments de ratification aient été déposés. A défaut, il entrera en vigueur le premier jour du mois suivant le dépôt du dernier instrument de ratification. Au Luxembourg, l'intention du gouvernement est de faire ratifier le nouveau traité par la Chambre des députés au cours du premier semestre 2008.

Le 1er janvier 2008, exactement un an après la Slovénie, Chypre et Malte ont introduit l'euro, portant ainsi le nombre des Etats membres ayant introduit la monnaie unique à 15. Les banques centrales de Chypre et de Malte sont désormais membres à part entière de l'Eurosystème et ont dès lors les mêmes droits et obligations que les treize banques centrales nationales des autres Etats membres ayant adopté l'euro.

3.2.3 Le 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 chargé entre autres selon le Traité, «de suivre la situation économique et financière des États membres et de la Communauté et de faire rapport régulièrement au Conseil ECOFIN et à la Commission».

1 (JO C306 17.12.2007)

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

Le CEF contribue à la surveillance multilatérale dont le but est de vérifier si les politiques économiques des États membres sont conformes aux grandes orientations des politiques économiques et au Pacte de stabilité et de croissance. Ainsi, le CEF examine régulièrement les programmes de stabilité des États membres de la zone euro et les programmes de convergence des Etats membres qui n'ont pas encore introduit l'euro. Le CEF prépare également les décisions du Conseil en matière de procédure concernant les déficits excessifs.

Le CEF a été informé par la Banque centrale européenne de la préparation de l'initiative «TARGET2-Titres» de l'Eurosystème pour le règlement des opérations sur titres en monnaie de banque centrale en euros. Le CEF a préparé les conclusions du Conseil «Affaires économiques et financières» y relatives.

Il a aussi élaboré des conclusions énonçant de nouvelles mesures, tant au niveau de l'UE qu'au niveau national, destinées à étoffer les dispositifs en matière de stabilité financière. Ces conclusions contiennent des principes communs pour la gestion des crises financières transfrontières et une feuille de route pour le renforcement de la coopération et de la préparation, et l'examen des outils de prévention, de gestion et de résolution des crises. Le CEF a également finalisé le projet des conclusions du Conseil relatif à l'examen du processus Lamfalussy de réglementation des services financiers.

Il a produit des conclusions du Conseil sur les statistiques, qui couvrent les obligations d'information dans le cadre de l'Union économique et monétaire (UEM), la réduction de la charge statistique sur les entreprises, la gouvernance en matière de statistiques et la communication des principales révisions statistiques.

Le CEF traite également les dossiers relatifs à la politique économique discutés aux réunions informelles du Conseil ECOFIN auxquelles le Président de la BCL participe.

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

3.2.4 Le comité des Statistiques monétaires, financières et de balance des paiements

Dans le contexte de la mission de l'Office statistique des Communautés européennes (Eurostat), le Comité des statistiques financières, monétaires et de balance des paiements (CMFB) a pour tâche notamment de se prononcer sur le développement et la coordination des catégories de statistiques qui sont requises dans le cadre des politiques appliquées par le Conseil, la Commission et les différents comités qui les assistent. Dans le CMFB sont représentés les banques centrales, les instituts statistiques nationaux ainsi que la Commission et la BCE. Sous l'égide de ce Comité, fonctionnent des groupes de travail et des "*Task forces*" ayant des objets spécifiques. La BCL a contribué activement aux travaux menés dans cette enceinte en 2007. 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.

3.3 L'activité au niveau national

3.3.1 L'actualité législative

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

Peuvent être mentionnés en particulier les textes suivants :

3.3.1.1 Révision de la loi organique de la BCL

La loi organique de la BCL a été révisée le 13 juillet 2007 par l'adoption de la loi sur les marchés d'instruments financiers[2]. Outre le gouvernement luxembourgeois, le processus législatif a fait intervenir la Banque centrale européenne[3], la BCL[4] et le Conseil d'Etat[5]. Comme annoncé dans le rapport annuel de l'année passée, la révision comporte trois volets, énoncés dans l'article 172 de la loi précitée.

Les garanties financières

Le premier volet de la révision fait suite à l'entrée en vigueur au 1er janvier 2007 de l'obligation faite aux banques centrales de l'Eurosystème d'accepter des crédits bancaires comme garantie des crédits qu'elles octroient.

- **La situation antérieure**

Avant l'entrée en vigueur de l'article 172 de la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers[6], la constitution d'un gage sur créances était régie par l'article 5, paragraphe 3, de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, en vertu duquel la constitution d'un gage sur un crédit n'est valable et opposable aux tiers qu'une fois la constitution notifiée au débiteur des crédits gagés ou acceptée par ce dernier.

La BCL avait à l'époque adapté ses conditions générales en prévoyant pour l'essentiel d'avoir recours à un *Master pledge agreement for credit claims* et ce dans le respect des dispositions en matière de gage figurant dans la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière. Le mécanisme mis en place prévoyait que le banquier constituant devait notifier la mise en gage au débiteur et qu'il était autorisé à continuer d'exercer les droits liés à sa créance, sans préjudice du droit de la BCL bénéficiaire du gage. Des dispositions étaient également prévues pour l'utilisation transfrontalière des créances.

- **L'entrée en vigueur de l'article 22-1**

Le fonctionnement du dispositif mis en place a été amélioré grâce à l'adoption de la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers qui avait notamment pour objet de modifier la loi organique de la Banque centrale du Luxembourg du 23 décembre 1998 en introduisant un nouvel article 22-1 ayant pour objet de préciser les règles régissant la mise en gage de créances en faveur de la BCL[7]. Cette disposition vise à assurer une mise en œuvre efficace des nouvelles règles de l'Eurosystème en matière d'actifs éligibles qui incluent les crédits bancaires dans la liste des actifs éligibles[8].

Un régime transitoire a prévalu jusqu'au 1er septembre 2007, date à laquelle l'article 22-1 est entré en vigueur, alors que la loi du 13 juillet 2007 n'est entrée en vigueur que le 1er novembre 2007. En effet, le législateur a prévu que les contrats de gage de créances conclus avant l'entrée en vigueur de l'article 22-1 sont inscrits au registre à la date de cette entrée en vigueur sans que la date initiale d'inscription n'en soit affectée. Toutefois, les effets prévus par le paragraphe (4) de l'article 22-1 explicité ci-après ne s'appliquent qu'à partir de la date d'inscription.

2 Loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, qui avait pour objectif principal de transposer la directive sur les marchés d'instruments financiers (dite «MiFID») Mémorial A – N°116 du 16 juillet 2007

3 Avis de la Banque centrale européenne du 11 décembre 2006 sollicité par le Ministère luxembourgeois des Finances sur un projet de loi relative aux marchés d'instruments financiers (CON/2006/56), disponible sur le site internet de la BCE (www.ecb.int)

4 Observations de la Banque centrale du Luxembourg sur l'article 172 du projet de loi relative aux marchés d'instruments financiers, 1er février 2007, disponible sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

5 Avis du Conseil d'Etat du 3 juillet 2007 sur le projet de loi 5627.

6 Mémorial A, du 16 juillet 2007, N°116, p. 2076.

7 Depuis 1999, la BCL recourt essentiellement à la technique du gage pour des raisons opérationnelles. Nonobstant la formulation de l'article 22-1, la BCL n'est pas limitée dans son choix des techniques de mise en garantie. Si elle le juge opportun, elle peut décider d'avoir recours aux autres techniques réglementées dans la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière.

8 La BCE a dans son avis du 13 décembre 2006 indiqué qu'elle était favorable à cette nouvelle disposition.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

– **Les nouvelles règles d'opposabilité**

L'article 172 de la loi du 13 juillet 2007 introduit dans la loi relative à la BCL un article 22-1 qui crée une méthode *sui generis* pour conclure et rendre opposable les gages sur créances garantissant les crédits accordés par la BCL. La loi du 13 juillet 2007 crée un registre dans lequel sont enregistrés les gages sur créances constitués au profit de la BCL. La simple inscription dans le registre de la mise en gage d'une créance au profit de la BCL a pour effet de rendre le gage opposable à tous les tiers. Ce faisant, la formalité de la notification requise afin de rendre le gage opposable et de réaliser la dépossession de la chose gagée est supprimée. Par ailleurs, elle assure que les droits de la BCL sur cette créance priment tout autre droit constitué en faveur de tiers après cette inscription. Si un tiers reçoit un paiement de la part du débiteur d'une créance antérieurement mise ne gage au profit de la BCL par une inscription dans le registre, ce tiers est tenu de le verser à la BCL. En outre, aucune compensation ne peut avoir pour effet de porter atteinte à la garantie accordée à la BCL sur ces créances.

Le paragraphe (4) de l'article 22-1 qui établi le principe de la primauté des garanties reçues par la BCL et inscrites au registre, est directement inspiré d'une disposition proposée en Belgique, destinée à assurer l'efficacité pratique des gages fournies à la Banque Nationale de Belgique[9].

Il y a lieu de relever que le droit commun en matière de garanties financières n'est aucunement affecté par la loi du 13 juillet 2007. Ainsi, seule une nouvelle procédure d'opposabilité aux tiers est instituée au profit de la BCL.

– **La tenue du registre**

Ainsi, en vertu de l'article 22-1 (2), la BCL est chargée de tenir un registre des contrats de mise en gage des créances qu'elle accepte en tant que garantie dans le cadre des opérations de crédit. En outre, il incombe à la BCL de définir les règles de fonctionnement du registre et de couverture des frais y afférents. A cet effet, un certain nombre de modifications ont dû être apportées aux Conditions générales de la BCL et plus précisément aux Conditions générales des opérations, aux annexes 8 « Manuel de procédures des opérations », 10 « Tarifs des opérations » et 14 "Master pledge agreement for credit claims" ainsi qu'aux "Additional Terms and Conditions of Banque centrale du Luxembourg when acting as CCB and as assisting NCB for claims."

Les modifications ainsi effectuées ont eu pour objet de :

i. compléter les procédures régissant l'utilisation des créances aux fins de garantie en ajoutant des dispositions relatives aux modalités de fonctionnement du registre ;
ii. clarifier les effets de l'enregistrement s'agissant de l'obligation de notification au débiteur ;
iii. définir les modalités afférentes à la consultation du registre ;
iv. établir les frais de transaction relatifs aux créances données en garantie ;
v. fixer les frais de consultation du registre ;
vi. requérir l'accomplissement de démarches additionnelles, lorsque le débiteur n'est pas établi au Luxembourg ;
vii. adapter les exigences juridiques et opérationnelles applicables à la mobilisation d'une créance.

L'obligation d'inscription au registre s'applique de manière exclusive. Les contreparties qui souhaitent mettre en gage des créances n'ont pas d'autre choix que d'utiliser le registre.

– ***La publicité du registre***

La loi du 13 juillet 2007 établit le principe de l'accès des tiers au registre. Les modalités de cet accès sont précisées par la BCL dans les conditions générales, ainsi que dans le document intitulé « Registre des contrats de gage de créances : information à destination des tiers » disponible sur le site Internet de la Banque centrale du Luxembourg. La BCL considère que l'accès au registre n'est possible que pour des tiers présentant un intérêt légitime.

– ***La mobilisation transfrontalière de créances***

Le dispositif institué par la loi du 13 juillet 2007 couvre également les situations dans lesquelles la BCL agit comme mandataire d'autres banques centrales de l'Eurosystème pour la constitution transfrontalière de garanties octroyées dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème. Les questions de droit international privé sont actuellement appréhendées par des mécanismes internes spécifiques à

9 Loi belge du 20 juillet 2006 portant des dispositions diverses, Chapitre VII – Modification de la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque Nationale de Belgique (Moniteur belge du 28 juillet 2006 – Ed. 2, page 36950).

l'Eurosystème qui font l'objet de diffusions sur les sites des banques centrales nationales.

Les immunités

Le deuxième volet concerne l'immunité des comptes ouverts auprès de la BCL, par l'insertion d'un article 27-1 (2). Avant la révision, l'immunité des comptes ouverts auprès de la BCL devait être dérivée de principes généraux du droit national, voire international. La clarification apportée par le nouvel article est donc essentielle dans la mesure où elle inscrit l'immunité en droit positif luxembourgeois. Le nouvel article octroie l'immunité d'exécution aux comptes ouverts auprès de la Banque centrale dans le cadre des politiques monétaire ou de change communes et précise explicitement que les avoirs de réserve de change bénéficient également d'une telle immunité. Une telle protection est essentielle pour s'assurer que les missions d'intérêt général de la BCL ne soient pas mises en danger par des mesures d'exécution forcée. La protection des avoirs de réserve de change a été insérée explicitement dans le projet initial déposé par le gouvernement mais a été insérée dans la loi organique suite à l'avis de la BCE du 11 décembre 2006. Cette reconnaissance de l'immunité des avoirs de réserve de change permet au Luxembourg de mettre sa législation en conformité avec une recommandation de la BCE de 2004, à laquelle d'autres Etats membres de la zone euro, tels que la France, l'Espagne et la Slovénie, avaient déjà donné suite. Elle s'inscrit dans un contexte d'utilisation croissante de l'euro comme monnaie internationale de réserve.

Le troisième et dernier volet de la révision assure que l'échange d'information, déjà possible entre la BCL et la CSSF avant la révision de la loi organique, le soit également avec les autres autorités publiques nationales spécialisées, à savoir le STATEC et le Commissariat aux assurances.

La révision de la loi organique intervenue en 2007 est à saluer. Néanmoins, force est de constater que son envergure est limitée. A la lumière de l'expérience acquise au cours des dix premières années d'existence de la Banque, une refonte plus profonde de la loi organique s'impose. La réflexion en la matière est en cours au sein de la Banque. Elle s'est concrétisée par la transmission d'un avant-projet de loi organique au gouvernement en février 2006 et s'est poursuivie au cours de l'année écoulée.

3.3.1.2 Taux de l'intérêt légal

Le taux était fixé à 5,25% pour l'année 2007 par un règlement grand-ducal du 22 décembre 2006 (Mémorial A no 237 du 29 décembre 2006). Pour 2008, ce taux a été fixé à 5,75% par règlement grand-ducal du 13 décembre 2007 (Mémorial A no 226 du 19 décembre 2007). On peut observer que ces taux, déterminés de manière réglementaire, ne correspondent pas à des taux de référence particuliers du marché monétaire ou des marchés de capitaux.

3.3.2 Les comités externes

3.3.2.1 Le Comité de conjoncture

Le Comité de conjoncture agit 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 luxembourgeoise ainsi qu'au suivi des questions de politique économique d'actualité.

La BCL contribue 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.

3.3.2.2 La 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 du point de vue technique sur l'établissement mensuel de l'indice des prix à la consommation et de superviser la conformité de celui-ci avec les réglemen-

tations 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 de prix à la consommation.

3.3.2.3 Le Comité comptabilité bancaire

Le Comité comptabilité bancaire, mise en place par la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), a pour but d'assurer un échange de vue 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 2007 afin de discuter de la mise en œuvre 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».

3.3.2.4 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 lui 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.

3.3.2.5 XRBL Luxembourg

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'efficience 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, adoptera le standard XBRL dans le cadre du reporting statistique qu'elle collecte auprès des entreprises du secteur financier luxembourgeois.

3.3.3 Les Comités BCL

Les comités de la BCL regroupent des experts qui assistent de leur conseil la Banque centrale dans certains domaines spécifiques de son activité.

En 2007, les comités étaient au nombre de huit.

3.3.3.1 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.

Au cours de l'année 2007, le Comité statistique a été consulté dans le cadre de la définition du reporting titre par titre auprès des établissements de crédit et des organismes de placement collectif (OPC) et de la nouvelle collecte statistique auprès des OPC non monétaires.

3.3.3.2 La Commission consultative statistiques monétaires et financières (CCSMF)

La Commission consultative statistiques monétaires et financières, mise en place par la BCL, a pour but d'assurer une collecte efficiente de statistiques monétaires et financières par la BCL et d'instituer un dialogue avec les institutions financières monétaires qui y sont soumises. Au cours de l'année 2007, la CCSMF a été informée et consultée sur diverses questions conceptuelles ayant trait à l'introduction d'une nouvelle collecte statistique auprès des autres intermédiaires financiers (OPC non monétaires), du reporting titre par titre auprès des établissements de crédit et des organismes de placement collectif ainsi qu'en ce qui concerne la refonte de la collecte statistique auprès des institutions financières monétaires.

3.3.3.3 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 2007, la Commission a été consultée dans le cadre des travaux visant à finaliser les instructions de la nouvelle collecte titre par titre ainsi que de l'augmentation du seuil d'exemption de 12 500 euros à 50 000 euros.

3.3.3.4 Les autres comités BCL

- Le Comité informatique
- Le Comité des juristes
- Le Comité monnaie fiduciaire
- Le Comité des opérations de marché
- Le Comité systèmes de paiement et de règlement-titres (CSPRT)

3.3.4 Les actions de formation de la BCL

Les cours de formation interne de la BCL portent essentiellement sur ses domaines de compétence à savoir les opérations de politique monétaire, les systèmes de paiement et de livraison-titres, les instruments et la stratégie de stabilité financière ainsi que les aspects institutionnels européens. Ces cours peuvent être dispensés en externe sur demande et selon les disponibilités des formateurs.

La BCL a développé sa coopération avec la jeune Université du Luxembourg et y a donné des cours sur les aspects institutionnels de l'Eurosystème. Des agents de la BCL ont également donné des cours d'économie à l'Université catholique de Louvain, à la Fachhochschule Trier et au campus européen de la Miami University (MUDEC) au Luxembourg.

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. En juin 2007, la BCL a dans le cadre de ce programme, organisé une présentation à l'attention de responsables de la *People's Bank of China* et de la *Shanghai Pudong Development Bank*. En juillet 2007, la BCL a fait une présentation devant un groupe de banquiers ouzbeks.

En mai 2007, un agent de la BCL a participé à une mission d'assistance technique organisée par la Banque Mondiale en faveur de la *State Bank of Vietnam*. Le but de cette mission était de revoir le cadre juridique et institutionnel dans lequel opère la State Bank of Vietnam.
En septembre 2007, la BCL a fait pour la troisième année consécutive une présentation pour de hauts dirigeants indiens à l'occasion d'une visite organisée conjointement par l'*Administrative Staff College of India* et *la Maastricht School of Management*.

3.3.5 Les manifestations extérieures

3.3.5.1 Conférences et réunions internationales

Le Président de la BCL a assisté aux réunions de printemps ainsi qu'aux Assemblées générales du FMI et de la Banque mondiale qui se sont tenues en avril et en octobre 2007 à Washington. En avril, le Président de la BCL était le *key-note speaker* dans le cadre de la *Transatlantic Roundtable on Finance and Monetary Affairs* organisé par le *European Institute* sur le thème *The US, the Eurozone and Global Financial Markets.*

Le Président de la BCL a également participé aux réunions semestrielles du Conseil des Ministres informel ECOFIN.

En mai 2007, le Président de la BCL a participé à la 14e réunion annuelle des gouverneurs des banques centrales des pays francophones. L'intervention du Président de la BCL portait sur la politique de l'incitation et de fidélisation en matière de la gestion des ressources humaines.

3. LES ACTIVITÉS EXTÉRIEURES

Fin juin 2007, le Président de la BCL a également participé aux festivités du centième anniversaire de la Banque nationale suisse à Zurich ainsi qu'à l'assemblée générale annuelle de la Banque des règlements internationaux à Bâle.

Dans le cadre des plateformes de discussion interdisciplinaires organisées par le *Bridge - Forum Dialogue* (www.forum-dialogue.lu) une association dont le Président de la BCL assure la présidence et qui est composée de dirigeants des institutions et des organismes européens et de représentants des forces vives au Luxembourg, une conférence a été organisée avec l'intervention de la BCL. Le 25 avril 2007, Janez Potoçnik, Commissaire européen pour la science et la recherche, Rolf Tarrach, Président de l'Université de Luxembourg, Michael Sohlman, Directeur de la Fondation Nobel et Lars Heikensten, membre de la Cour des comptes européenne, ont tenu une conférence intitulée *Research Policy in the European Union*.

En février 2007, le président de la BCL a participé à un séminaire de l'Eurosystème avec les banques centrales de l'Afrique occidentale et centrale qui s'est tenu à Paris et qui était conjointement organisé par la Banque de France et la BCE. Ce séminaire a été l'occasion d'organiser un dialogue multilatéral entre gouverneurs sur les trois principaux thèmes suivants : l'intégration économique régionale, l'impact de l'évolution des prix des matières premières sur les politiques monétaires et budgétaires, et la gouvernance des banques centrales.

En mars 2007, le président de la BCL a participé à la quatrième réunion des séminaires euro-méditerranéens à Valencia. Cette réunion, organisée conjointement par la Banque d'Espagne et la BCE, réunissait les banques centrales de l'Eurosystème et des pays méditerranéens ne participant pas à la zone euro. La réunion portait notamment sur les développements économiques et financiers des pays méditerranéens, leur politique budgétaire ainsi que sur le commerce entre la zone euro et les pays méditerranéens.

Sur le plan culturel, la BCL a notamment inauguré le 12 janvier 2007 l'exposition « Monnaies grecques – Monnaies celtes » en présence des Gouverneurs Yves Mersch, BCL, Guy Quaden, Banque nationale de Belgique et Nicholas C. Garganas, Banque de Grèce. Cette exposition a été organisée par la BCL et la Banque de Grèce avec la collaboration scientifique des Cabinets des Médailles de la Bibliothèque royale de Belgique et du Musée national d'Histoire et d'Art (Luxembourg) et le concours de l'Ambassade de la République Hellénique au Luxembourg. L'exposition présentait des pièces classiques du monnayage antique grec, des pièces courantes telles celles que les Grecs ont utilisées quotidiennement ainsi que des pièces celtes utilisées au Luxembourg et les régions avoisinantes.

3.3.5.2 Relations bilatérales

Le 26 février 2007, le Président de la BCL a reçu M. Ardian Fullani, Gouverneur de la Banque d'Albanie pour une réunion de travail.

Le Président de la BCL a participé en mai 2007 au quatrième *Islamic Financial Services Board Summit*, organisé sur le thème *The Need for a Cross-Sectoral Ap-*

proach to the Supervision of Islamic Financial Services à Dubaï. Il y a présidé un panel de discussion portant sur le sujet "*The relevance of a cross-sectoral approach to the supervision of Islamic Financial Services - recent Experience and Prospects*".

Dans le cadre d'une visite officielle au Luxembourg, le Président de la BCL a reçu en juin 2006 le Premier Ministre du Laos, S.E.M.B. Bouphavanh, accompagné d'une délégation officielle, pour une réunion de travail. Cette visite fut suivie par celle de M.T. Thammavong, Président de l'Assemblée nationale de la République démocratique populaire Lao en novembre de la même année.
En 2007, la réunion annuelle BCL – Banque nationale de Belgique a eu lieu au Luxembourg. Ces réunions annuelles sont l'occasion de renforcer la coopération bilatérale entre les deux banques centrales. A l'invitation du Président de la BCL, Monsieur Guy Quaden, Gouverneur de la Banque nationale de Belgique (BNB), accompagné de Monsieur Luc Coene, Vice-gouverneur et d'autres membres du Comité de Direction de la BNB, ont été accueillis à la BCL en juillet 2007 pour une réunion de travail conjointe des organes dirigeants des deux banques centrales. Au cours de la réunion, il fut particulièrement question des coopérations en cours dans les domaines des billets et des pièces, de la stabilité financière, de la gestion des garanties pour les crédits ainsi que des relations internationales.

A l'invitation du Gouverneur de la Banque d'Algérie, Monsieur Mohammed Laksaci, le Président de BCL s'est rendu en juillet 2007 en Algérie où il a prononcé un discours sur la régulation financière intitulé « Principes versus règles ».

En septembre 2007, le Président de la BCL a accompagné le Premier Ministre luxembourgeois en visite officielle en Estonie et en Bulgarie.

Sur invitation du Gouverneur de la Banque du Cap Vert, Monsieur Carlos de Burgo, le Président de la BCL

a effectué en septembre 2007 une visite de travail au Cap Vert. Le Président de la BCL a eu des entretiens avec le Président de la République du Cap Vert, la Ministre des Finances et de l'Administration Publique et le Gouverneur de la Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest. Il a fait une allocution sur le sujet « Le Développement du Système Financier à la lumière de l'expérience du Luxembourg ».

Lors d'un séminaire concernant l'introduction de l'euro qui s'est tenu à Prague en octobre 2007, le Président de la BCL a fait une présentation *Not only financial markets benefit from the euro – Relevance of Luxembourg's experience for the new members of the euro zone.*

Dans le cadre de sa visite officielle au Luxembourg, Monsieur Justin Damo Baro, Gouverneur de la Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest accompagné d'une délégation officielle, a été reçu par le Président de la BCL en novembre 2007. Les discussions ont porté sur le rôle de la banque centrale à l'égard de la micro-finance, la centrale des risques et la supervision du secteur financier en général.

La BCL était également représentée au quatrième séminaire de haut niveau entre l'Eurosystème et la Banque de Russie qui s'est tenu en octobre 2007 à Moscou. Ce séminaire était l'occasion d'analyser l'état de l'économie russe, les défis auxquels est confrontée la politique monétaire russe ainsi que l'élargissement de l'UE et ses implications pour la Fédération russe.

En mars 2007, la BCL a organisé la visite d'une délégation de la République démocratique du Vietnam, principalement composée de représentants de la *State Bank of Vietnam*, la banque centrale du Vietnam. Les premiers jours de cette visite ont été consacrés à la présentation des activités de la BCL.

3.3.5.3 Relations avec le Parlement

Le 20 novembre 2007, le Président de la BCL a présenté devant la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés l'avis de la Banque relatif au projet de budget de l'Etat.

3.4 La Communication de la BCL

3.4.1 Les rapports annuels

La BCL, conformément à sa loi organique, publie chaque année un rapport sur ses activités. Il est disponible en français et en anglais.

3.4.2 Les bulletins périodiques

Outre des présentations sur la situation économique et financière au Luxembourg, et des messages d'actualité, les différents bulletins de la BCL contiennent les analyses suivantes :

Revue de stabilité financière

- Mesure de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois
- Co-variation des taux de croissance sectoriels au Luxembourg : l'apport des corrélations conditionnelles dynamiques
- Analyse long terme du compte de profit et pertes des établissements de crédit luxembourgeois
- *Bank's liquidity management regimes and interbank activity in a financial stability perspective*
- *Securities lending*

Bulletin No 2007/1

- Un indicateur d'activité pour le Luxembourg
- Présentation désagrégée des finances publiques : application au Luxembourg
- *Aktuelle Qualitätsmesszahlen zur Luxemburger Zahlungsbilanzstatistik*
- *Nicht-technische Zusammenfassung des Arbeitspapiers "Eine Analyse regionaler Pendlerströme in der Europäischen Union"*

Bulletin 2007/2

- La position extérieure globale du Luxembourg
- Le marché de change et des produits dérivés luxembourgeois dans le contexte international
- Analyse de l'évolution du secteur des OPC au plan international et au Luxembourg

- Résumé non technique du cahier d'études « Taux d'intérêt de détail au Luxembourg : une étude au niveau agrégé et au niveau individuel »
- Résumé non technique du cahier d'études « Un indicateur d'activité pour le Luxembourg »

Les articles sont publiés dans leur langue originale.

3.4.3 Les cahiers d'études

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 2007, cinq cahiers d'études ont été publiés :

- N° 24 : Mesure de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois, par Abdelaziz Rouabah, avril 2007
- N°25 : Co-variation des taux de croissance sectoriels au Luxembourg : l'apport des corrélations conditionnelles dynamiques, par Abdelaziz Rouabah, avril 2007
- N°26 : Commuters, residents and job competition in Luxembourg, by Olivier Pierrard, May 2007
- N°27 : Banking output and price indicators from quarterly reporting data, by Abdelaziz Rouabah and Paolo Guarda, June 2007
- N°28 : An analysis of regional commuting flows in the European Union, by Jordan Marvakov and Thomas Y. Mathä, November 2007

3.4.4 Le 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 la BCE et les autres banques centrales du SEBC.

Grâce à son moteur de recherche et 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, être obtenues en format papier auprès de la BCL.

Les langues véhiculaires du site sont le français et l'anglais. Les documents sont diffusés en leur version originale (en français, en anglais ou en allemand).

La BCL a lancé en octobre 2007 un site de vente par Internet de ses produits numismatiques (***eshop.bcl.lu***). Ce site est proposé en 3 langues (français, anglais et allemand) et permet d'effectuer des achats dans un cadre sécurisé avec des cartes de crédit.

3.4.5 La bibliothèque

La bibliothèque, inaugurée en 2005, dispose du programme de gestion Aleph utilisé également par un nombre d'autres banques centrales.

Le public peut accéder à la bibliothèque sur demande préalable par fax (+352 4774 4910) ou par e-mail (*bibliotheque@bcl.lu*).

3.4.6. Relations avec la presse

Au courant de l'année 2007, six conférences de presse ont été organisées à l'occasion de la parution des publications de la BCL, la présentation des comptes financiers de la BCL ou de la participation de représentants de la place financière à l'*Islamic Financial Services Board Summit* à Dubaï.

Au total, 84 communiqués de presse ont été publiés.
En octobre 2007, la BCL a organisé des séminaires pour des représentants de la presse luxembourgeoise portant notamment sur la politique monétaire, les systèmes de paiement et les aspects institutionnels de l'Eurosystème, ainsi que sur la stabilité financière.

44

4. La BCL en tant qu'organisation

4.1 Les organes de la BCL

4.1.1 Le Conseil

Les compétences du Conseil de la Banque centrale du Luxembourg sont définies à l'article 6 de la loi du 23 décembre 1998. La composition du Conseil de la BCL en 2007 était la suivante :

Président : ***Yves Mersch***
Membres : ***Andrée Billon***
Jean Hamilius
Pit Hentgen
Mathias Hinterscheid
Serge Kolb
Patrice Pieretti
Jacques F. Poos
Michel Wurth

1ère rangée, de g. à dr.: M. Pit Hentgen, M. Yves Mersch, Mme Andrée Billon, M. Jean Hamilius; 2ème rangée, de g. à dr: M. Jacques F. Poos, M. Serge Kolb; dernière rangée, de g. à dr: M. Michel Wurth, M. Mathias Hinterscheid, M. Patrice Pieretti.

Au cours de l'année 2007, le Conseil a tenu six réunions. Dans le cadre de ses attributions patrimoniales, le Conseil a approuvé les comptes financiers au 31 décembre 2006, les axes budgétaires et subséquemment le budget pour l'exercice financier 2008.

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.

Le 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 interne.

Il peut associer à ses travaux le responsable de l'Audit interne et le réviseur aux comptes de la Banque. Lors de sa réunion du 13 décembre 2007, le Conseil a procédé à la nomination des membres du Comité d'Audit pour l'exercice 2008: MM. Pit Hentgen, Patrice Pieretti et Jacques F. Poos.

M. Yves Mersch est également membre de plein droit en tant que Président du Conseil. Le Comité est présidé par un des ses membres non-exécutifs, M. Pit Hentgen.

Au cours de l'année 2007, le Comité d'Audit a tenu six réunions.

4.1.2 La Direction

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

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

La Direction comprend le Directeur général et deux Directeurs.

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

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

L'ORGANIGRAMME DE LA BCL

Direction
Secrétariat des directeurs

Cellule	Cellule	Secrétariat général
AI - Audit interne	OR - Organisation et contrôle de gestion	SG Secrétariat général
		Sections
		SG1 Secrétariat du directeur général SG2 Services juridiques SG3 Relations externes et Communication

	Départements généraux	
Département général A	Département général B	Département général C
	Sections	
	B0.1 Achats	

Département	Département	Département
A1 - Economie et recherche	B1 - Ressources humaines	C1 - Informatique
Sections		Sections
A1.1 Analyse monétaire et étude économique A1.2 Analyse économique et conjoncture		C1.1 Infrastructure C1.2 Applications et développements C1.3 Sécurité informatique, planification et support

Département	Département	Département
A2 Caisse	B2 Finances internes	C2 Statistiques
Sections		Sections
A2.1 Services de caisse A2.2 Relations bancaires		C2.1 Statistiques bancaires et monétaires C2.2 Statistiques extérieures C2.3 Statistiques économiques et financières

Département	Département	Département
A3 Opérations	B3 Numismatique et logistique	C3 Stabilité financière
Sections	Sections	Sections
A3.1 Front office A3.2 Investissements A3.3 Back office - titres A3.4 Paiements	B3.1 Numismatique B3.2 Intendance B3.3 Sécurité	C3.1 Surveillance et oversight C3.2 Infrastructure du marché

Les membres de la Direction 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.

Le traitement de base qui a été payé aux membres de la Direction est le suivant :

	2007	2006
Yves Mersch (Directeur général)	151 788	147 330
Andrée Billon (Directeur)	141 118	136 974
Serge Kolb (Directeur)	141 118	136 974
Total	**434 024**	**421 278**

En outre, en relation avec leur fonction exercée au sein de la Banque, les membres de la Direction ont droit au paiement d'une indemnité de représentation (pour un total de 66.955 euros en 2007) et d'une indemnité de Conseil BCL (pour un total de 31.390 euros en 2007).

4.2 Gouvernement d'entreprise

4.2.1 La réorganisation de la BCL en 2007

Soucieuse de renforcer l'efficacité et la responsabilisation, la Direction avait décidé de revoir l'organisation interne de la Banque, en s'appuyant sur une analyse approfondie de l'existant réalisée par un bureau de consultance.

La réorganisation entrée en vigueur au 1er mai 2007 se traduit au niveau interne par le regroupement des sept départements en trois départements généraux et la création d'un comité exécutif. Le comité exécutif est composé des membres de la Direction et des chefs de département général. Il assiste la Direction dans la préparation de ses prises de décision.

Les responsables hiérarchiques sont devenus davantage autonomes visant une responsabilisation plus forte, complétée toutefois par un contrôle renforcé, notamment par la mise en place d'un contrôleur de gestion et d'un *compliance officer.*

Au niveau européen, le volet de coordination s'est développé par la mise en place de trois fonctions de coordinateur/expert renforçant les ressources existantes, au sein du comité de coordination européenne. Ce comité a pour mandat d'assister directement le Président dans sa fonction de membre du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la BCE et de coordonner les dossiers relevant de l'Eurosystème/SEBC.

Présidé par le Président, il réunit les coordinateurs et, en fonction des sujets à traiter, des agents de différents départements possédant l'expertise requise pour les matières à traiter.

Trois autres entités existantes ont été maintenues : le Secrétariat général, la cellule "Audit interne" et la cellule "Organisation et contrôle de gestion."

Au sein des départements généraux, certains aménagements ont par ailleurs porté sur la répartition des activités entre les sections existantes et sur la création de nouvelles sections, dont une centrale d'achats.

4.2.2 Le contrôle interne

La BCL s'est dotée d'un système de contrôle interne basé sur les principes généralement admis dans le secteur financier en tenant compte de ses activités spécifiques de banque centrale.

Un premier contrôle interne des activités a été mis en place par la Direction au niveau de la gestion générale de la Banque. La responsabilité du fonctionnement effectif de ce contrôle interne incombe aux responsables hiérarchiques de la Banque et 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.

Ainsi la ***fonction de gestion des risques*** est confiée à la cellule Organisation et contrôle de gestion. Alors que les chefs de département général sont responsables de l'identification des risques liés à l'activité de leurs départements et de prendre des mesures nécessaires pour les éviter, le *risk manager* a la responsabilité :

- d'établir une méthodologie commune pour l'analyse des risques ;
- d'évaluer (quantifier) périodiquement les risques effectivement courus ;
- d'examiner si la couverture y relative est suffisante ;
- d'informer la Direction de façon périodique sur la situation générale.

Sur base de revues régulières, la cellule évalue les différents types de risques (de crédit, de liquidité, de solvabilité, des portefeuilles-titres, du risque opérationnel, les risques informatiques etc.) auxquels est exposée la banque et vérifie leur couverture adéquate. A cet effet, elle établit un tableau de bord périodique sur la situation des risques destiné à la Direction.

En outre, la cellule est en charge de la gestion des risques financiers liés aux opérations d'investissement et de l'analyse et du suivi des risques opérationnels. Elle suit quotidiennement et indépendamment de la section investissement l'ensemble des positions des portefeuilles de la Banque. Les rapports établis à des-

tination des différents intervenants et responsables hiérarchiques reprennent sur une base journalière l'évolution de toutes les positions des portefeuilles de la Banque en ce qui concerne la performance et l'évolution de l'exposition au risque.

La nouvelle ***fonction de contrôle de gestion***, également exercée par la cellule Organisation et contrôle de gestion, comprend notamment :

- l'assurance du bon fonctionnement de la procédure budgétaire ;
- la vérification de la bonne exécution du budget ;
- l'autorisation de certaines dépenses et écritures comptables ;
- l'évaluation des nouvelles activités ;
- le suivi budgétaire et financier des projets ;
- le suivi de la performance opérationnelle.

La ***fonction compliance*** a pour objectif de veiller à la conformité de l'action de la BCL aux lois, règlements et normes éthiques professionnelles. Il s'agit de prévenir le risque de non-conformité de la Banque.

Le rôle du *Compliance Officer* a été substantiellement élargi de manière à couvrir l'ensemble du risque de non-conformité de la Banque centrale (*Compliance Risk*). En plus des questions liées à la lutte anti-blanchiment, le *Compliance Officer* intervient dorénavant sur toutes les questions liées à la déontologie professionnelle, à la prévention des délits d'initiés et des abus de marchés, aux conflits d'intérêts, au secret professionnel et à la confidentialité, à la réglementation des marchés publics et à la protection des données à caractère personnel. Dans ce dernier domaine, il convient de signaler que le *Compliance Officer* a été agréé en novembre 2007 en tant que chargé de la protection des données par la Commission Nationale pour la Protection des Données (CNPD).

Les orientations stratégiques de la Banque servant de base à ces contrôles sont définies en suivant la méthode de la *Balanced Scorecard* et en s'appuyant sur le «Positionnement de la Banque», document approuvé par le Conseil et publié sur le site internet de la Banque.

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

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

4.2.3 Le contrôle externe

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

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

4.2.4 Le code de Déontologie

En 2001, la Banque a établi un Code de conduite définissant des règles de conduite internes et externes applicables à tous les collaborateurs de la Banque. Sans préjudice des règles prévues par le droit de la fonction publique, de la législation sociale et des engagements contractuels préexistants, ce Code prévoit des normes déontologiques de non-discrimination, de solidarité, d'efficacité et d'indépendance dont le strict respect incombe à tous ses destinataires. Ce Code de conduite est actuellement en cours d'actualisation. La

nouvelle version du Code devrait être disponible au cours de l'année 2008.

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

Ce code a été modifié fin 2006. 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.

4.2.5 L'Eurosystem Procurement Co-ordination Office (EPCO)

En décembre 2007, la Banque centrale du Luxembourg a été désignée par le Conseil des gouverneurs de la BCE pour héberger et mettre sur pied une nouvelle entité de coordination, l'*Eurosystem Procurement Co-ordination Office (EPCO)*.

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 nouvelles missions à développer par la BCL dans ce contexte consistent à :
- coordonner les passations de marchés publics pour des achats groupés ;
- encourager l'adoption de bonnes pratiques ;
- développer une infrastructure favorisant l'exploitation de synergies et les économies d'échelles potentielles.

4.3 Le personnel de la BCL

4.3.1 L'évolution des effectifs

Au cours de l'année 2007, le nombre d'agents de la BCL a augmenté de 5,3 % pour atteindre un total de 219 personnes au 31 décembre 2007. Ces collaborateurs occupent 204,5 postes en termes d'équivalents-temps plein, une augmentation de 6 % par rapport à 2006. Les agents sont de 10 nationalités différentes, ce qui contribue à la diversité du capital humain de la BCL et à son enrichissement.

Au 31 décembre 2007, vingt-cinq agents occupaient un poste à temps partiel :
- Travail à temps partiel (50%) : ***10 agents***
- Travail à temps partiel (75%) : ***8 agents***
- Congé pour travail à mi-temps : ***7 agents***

Trois agents bénéficiaient d'un congé parental à plein temps et deux agents bénéficiaient d'un congé parental à mi-temps.

Finalement, deux agents étaient en congé sans traitement à cette date et deux agents bénéficiaient d'un congé spécial.

L'effectif moyen travaillant à la BCL en 2007 était de 211 personnes, comparé à 206,5 en 2006.

L'effectif total autorisé pour l'année 2007 était de 217 postes équivalents-temps plein. Le nombre de postes équivalents-temps plein pour l'année 2008 a été porté à 226 postes.

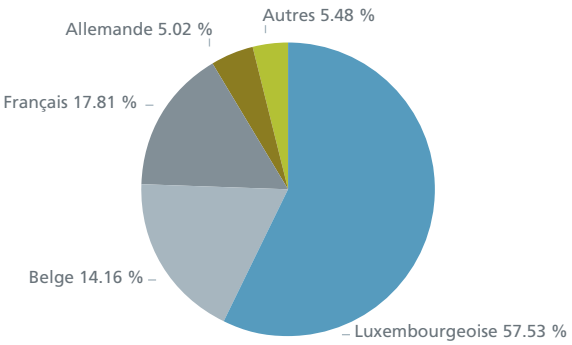
Au courant de l'exercice 2007, 6 membres du personnel ont quitté la Banque. En revanche, 18 nouveaux agents ont été recrutés au cours de 2007. La BCL a reçu quelque 300 demandes d'emploi spontanées et 210 candidatures pour un stage ou un emploi de vacances.

La BCL a proposé à neuf étudiants ayant essentiellement suivi des études universitaires en relation avec les activités de la Banque, des stages d'une durée de six semaines à deux mois. En plus, trois étudiants ont été accueillis dans le cadre d'un stage conventionné et un étudiant inscrit en doctorat a passé un stage d'une année au sein du département Economie et Recherche de la Banque.

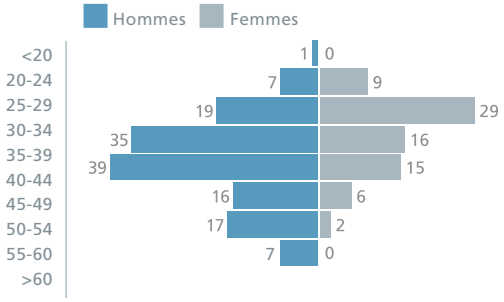
4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

La moyenne d'âge du personnel de la BCL a légèrement augmenté pour passer de 38,8 ans fin 2006 à 39,3 ans au 31 décembre 2007. Les effectifs à cette date se composent de 35 % d'agents féminins et de 65 % d'agents masculins.

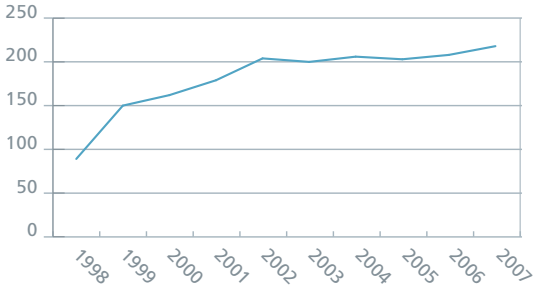
GRAHIQUE 1 : AGENTS PAR NATIONALITÉ



GRAPHIQUE 2 : LA PYRAMIDE DES ÂGES À LA BCL



GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DES EFFECTIFS DEPUIS 1998



L'évolution de l'effectif en équivalent temps plein, au cours de l'exercice 2007, se présente de la manière suivante :

	2007	2006
Au 1er janvier	196,00	197,50
Engagements	17,25	14,00
Départs [1]	5,75	15,50
Au 31 décembre	207,50	196,00
Effectif moyen	197,96	196,83

4.3.2 La gestion des ressources humaines

L'année 2007 a été essentiellement marquée par la mise en place de la nouvelle structure organisationnelle au sein de la Banque centrale. Dans le cadre de cette réorganisation, il convient de préciser qu'un certain nombre d'agents a été amené à reprendre de nouvelles fonctions et il en résulte qu'une attention particulière a été portée au fait d'aligner les compétences de ces agents aux exigences de leur nouvelle fonction. Néanmoins, la Banque centrale est bien consciente du fait que cette voie doit être poursuivie. C'est pourquoi la BCL a identifié certaines pistes potentiellement exploitables pour aboutir à une gestion plus active des ressources humaines. Ainsi, une importance particulière est apportée à la notion de la reconnaissance de la performance des agents dans les considérations liées au développement de leur carrière. Au cours de l'exercice 2007, certaines de ces considérations évoquées ont été soumises à un examen critique. Finalement, la mise en place d'une gestion des compétences au sein de la BCL constitue une priorité dans la mesure où il s'agit là de l'outil central de la gestion future du capital humain autour duquel se développeront d'autres outils comme les plans de formation, les plans de carrière ainsi que les plans de mobilité.

Au cours de l'année 2007, la procédure de recrutement a été légèrement amendée dans le but de permettre une plus grande flexibilité. Les recrutements se sont toujours faits jusque-là via un examen-concours organisé une à deux fois par année en fonction des besoins en personnel de la Banque. Or, ce fonctionnement s'est avéré trop rigide et n'a pas, de ce fait, permis de réagir rapidement à une situation imprévue. Ainsi, il a fallu attendre, en cas de vacance de poste suite au départ d'un agent ou suite à la création d'un nouveau poste, l'annonce du prochain concours de recrutement. Le but de la nouvelle procédure est cependant de pouvoir réagir rapidement et donc initier à tout moment le processus de recrutement qui se compose d'une partie théorique écrite et modulable et d'une partie orale consistant en des entretiens de recrutement. Cette nouvelle procédure sera soumise à une évaluation critique au cours de l'année 2008 pour vérifier si les résultats escomptés ont bien été atteints.

4.3.3 La formation du personnel

Dans l'optique de la construction d'une orientation future commune pour la Banque, la BCL entend développer ses ressources humaines. La Banque est fermement disposée à se donner les moyens d'exceller dans le développement des agents, en leur donnant des opportunités aux bons moments et en les soutenant dans leur évolution de carrière. Afin d'aider les agents à se développer et à progresser dans leur carrière, une combinaison de leviers peut s'avérer disponible et pertinente : la formation et la mobilité interne et externe. En complément de ce qui a été mentionné dans le paragraphe précédent, il convient de souligner que la gestion des compétences a été identifiée comme l'instrument permettant d'améliorer les compétences des agents par rapport aux compétences requises pour l'exercice du métier. Il s'agit donc essentiellement de privilégier la définition des besoins en formation en termes de compétences requises et d'objectifs à atteindre pour décider des choix en matière de formation. L'identification de ces besoins donnera lieu à l'élaboration d'un plan de formation pour chaque agent qui constitue en quelque sorte un contrat entre la Banque et l'agent en ce qui concerne les formations que ce dernier devrait suivre pour acquérir les compétences nécessaires pour l'exercice de sa fonction. Les plans de formation joueront également un rôle primordial dans le cadre de la politique de mobilité au sein de la BCL étant donné qu'ils fixeront les formations à suivre et donc les compétences à acquérir par un agent pour être

1 Ce poste tient également compte des effets liés aux changements du service à temps plein en service à temps partiel.

en mesure d'aligner ses compétences avec celles du poste disponible. Ces mesures pourront être complétées par des opportunités de stages qui auront pour but de créer un environnement ouvert où les agents disposent d'opportunités attrayantes tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la Banque.

4.3.4 Le Fonds de pension de la BCL

L'article 14 de la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg prévoit que les droits légaux à pension de chaque agent de la BCL sont ceux qui correspondent à son statut juridique: 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'un décisionnel et l'autre consultatif. 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 et de la coordination administrative. Il s'agit de concilier les besoins de mobilité des travailleurs avec les principes d'indépendance financière de la Banque et son autonomie de fonctionnement.

Il a été convenu qu'un avant-projet de texte modifiant la loi du 28 juillet 2000 ayant pour objet la coordination des régimes de pension ou tout autre texte affectant les droits individuels des affiliés et bénéficiaires du Fonds BCL sera préparé par l'Inspection générale de la Sécurité Sociale puis soumis au législateur national, en vue de la reconnaissance du Fonds de pension de la Banque comme organisme de sécurité sociale.

A ce jour, le projet de loi n'est pas disponible car d'autres dispositions que celles relatives au Fonds de pension de la Banque sont toujours en discussion.

4.3.5 Contentieux

Par un arrêt en date du 12 juin 2007, la Cour administrative de Luxembourg rejette l'appel formé par un ancien agent de la BCL et membre de l'organisation de représentation du personnel A-BCL.

La Cour confirme l'intégralité du jugement de première instance qui a rejeté la demande en annulation de la décision de licenciement dudit agent en statuant :
« *Il se dégage de l'ensemble des considérations qui précèdent qu'aucun reproche ne saurait être fait à la direction de la Banque centrale du Luxembourg quant à la révocation de l'appelant actuel de sorte que l'appel est à déclarer non-fondé et le jugement du 23 novembre 2006 à confirmer.* »

La Cour conclut que la décision de licenciement n'était pas due à l'activité de représentant du personnel de l'agent, mais bien aux multiples fautes professionnelles de celui-ci, qui avaient ébranlé la confiance de la Direction à son égard.

4.4 Les immeubles et l'intendance

La réduction des coûts, l'optimisation de la consommation d'énergie et des consommables, la planification des investissements et des coûts opérationnels à moyen terme, la finalisation du concept de la gestion des déchets en vue de sa mise en production en 2008 sont les éléments clés de l'année 2007 au niveau de la section Intendance.

La réorganisation des départements et des sections qui a été réalisée début 2007 a engendré le déménagement de quelque 85 employé(e)s au niveau des trois bâtiments de la BCL.

Ces déménagements ont été effectués en tenant compte aussi bien des nécessités de service que d'une utilisation optimale de l'espace disponible.

Le nouveau bâtiment de la BCL, sis au 43, avenue Monterey, a passé sa première année d'exploitation. Les installations techniques ont fait preuve d'une bonne fiabilité.

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.5 Les finances internes

La BCL veille à ce que son système comptable et ses procédures soient régulièrement adaptées afin qu'ils correspondent aux exigences de l'Eurosystème. En 2007, certaines techniques relatives à la comptabilisation des actifs financiers ont été revues. Les modifications ont été transposées dans les systèmes de la BCL.

Par ailleurs, l'Eurosystème impose un reporting journalier de la situation active et passive de chaque banque centrale membre sur la base des règles harmonisées. Les techniques de transmission ont été affectées par les changements intervenus au niveau du format du reporting et par l'introduction de « TARGET2. »

Les systèmes de contrôle mis en place ont continué à montrer leur efficacité au cours de l'exercice 2007.

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 sections ou cellules concernées et à déterminer les charges inhérentes à chaque activité de la Banque. En 2008, l'Eurosystème va poursuivre ces travaux afin d'affiner la méthode harmonisée notamment au niveau du calcul des coûts des projets.

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. Une analyse des résultats par type d'activités complète l'analyse des rubriques du compte de résultat. La Banque contrôle de manière approfondie les évolutions de la marge d'intérêt et compare la rentabilité de ses différents investissements par rapport à des valeurs de référence.

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'Eurosystème et à l'environnement économique.

Les organes de la Banque sont régulièrement informés des résultats afin de décider au mieux des orientations futures et des actions à entreprendre.

Le Comité de gestion actifs-passifs suit la situation financière en cours d'année et en particulier le risque lié à l'adéquation des engagements et des avoirs. Il veille au respect des limites d'investissement qui découlent des positions bilantaires relatives des BCNs et de la BCE.

Au 1er janvier 2008, consécutivement à l'entrée de Chypre et de Malte dans l'Eurosystème, la clé de participation de la BCL dans l'Eurosystème a changé. Cette clé est passée de 0,22659% à 0,22598%.

4.6 Le budget

L'établissement du budget 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 de la Banque à long terme. 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 2007 de la Banque a été établi en accord avec la procédure budgétaire et les orientations énoncées par le Conseil. Le budget 2007 a été approuvé par le Conseil de la BCL en date du 14 décembre 2006.

Les principales orientations pour l'exercice 2007 étaient :

- Les produits non structurels sont thésaurisés afin d'augmenter les fonds propres de la Banque ;
- Un rendement optimal des portefeuilles-titres est recherché par des investissements diversifiés et de qualité supérieure ainsi que par une gestion en bon père de famille des risques liés à ces investissements ;
- L'accent est mis sur le développement de nouvelles activités générant des recettes pour la Banque ;
- Le strict contrôle des coûts est renforcé en 2007 par la mise en application d'une centrale d'achats et d'un contrôle de gestion ;
- L'engagement de nouveau personnel reste lié au développement de nouvelles activités générant des recettes pour la Banque.

Les orientations énoncées par le Conseil ont été respectées et les chiffres du compte de pertes et profits finaux 2007 confirment que les charges opérationnelles sont restées dans les limites fixées par le budget.

4.7 Les activités d'Audit interne

Conformément aux normes professionnelles internationalement reconnues, l'Audit interne est une activité indépendante et objective qui donne à une organisation une assurance sur le degré de maîtrise de ses opérations, lui apporte ses conseils pour les améliorer, et contribue à créer de la valeur ajoutée.

L'Audit interne aide la Banque à atteindre ses objectifs en évaluant, par une approche systématique et méthodique, ses processus de management, de maîtrise des risques et de contrôle, et en faisant des propositions pour renforcer son efficacité.

La cellule Audit interne fait rapport directement au Président du Conseil de la Banque.

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.

Au cours de l'exercice 2007, des missions ont été effectuées dans les domaines de la gestion de la continuité (BCP/DRP), du traitement des signes monétaires, des opérations de politique monétaire, de l'activité numismatique, de la comptabilité, des systèmes de paiement, de l'informatique et dans le cadre de divers projets.

Les missions d'audit peuvent donner lieu à des recommandations dont le suivi de leur mise en place par les entités en charge est assuré par la cellule Audit interne.

4.8 Les comptes financiers au 31 décembre 2007

4.8.1 Les chiffres-clés à la clôture du bilan

LES CHIFFRES-CLÉS À LA CLÔTURE DU BILAN

	2006	2007	Variation en % 2007/2006
Total du bilan	52 445 571 857	59 009 304 594	13%
Engagements envers des établissements de crédit	9 741 868 456	10 779 720 531	11%
Concours à des établissements de crédit	41 511 620 450	32 914 774 230	-21%
Non exigible (1), comptes de réévaluation, provisions administratives et risques bancaires spécifiques	583 121 841	586 004 467	0,49%
Produit net bancaire (2)	89 252 485	54 540 273	-39%
Total des revenus nets	42 659 591	42 366 352	-1%
Frais généraux administratifs	30 181 332	32 504 561	8%
Résultat net	7 309 279	4 421 374	-40%
Cash Flow (3)	80 517 799	93 670 323	16%
Personnel (hors direction)	208	219	5%
Part de la BCL dans le capital de la BCE	0,1568%	0,1575%	
Part de la BCL dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**9,214%**	**5,166%**	

(1) Capital, fonds de réserve, provisions pour risques bancaires généraux et bénéfice net à affecter aux réserves
(2) Résultat net sur intérêts et revenus assimilés, résultat net sur commissions, résultat net provenant d'opérations financières
(3) Bénéfice net plus corrections de valeur nettes sur actifs corporels / incorporels et sur actifs financiers, et dotations nettes aux provsions administratives et risques bancaires

4.8.2. Le rapport du Réviseur aux comptes

Au Conseil de la Banque centrale du Luxembourg / Au Gouvernement / A la Chambre des Députés

Le 3 mars 2008

Nous avons effectué l'audit des comptes financiers ci-joints de la Banque centrale du Luxembourg, comprenant le bilan au 31 décembre 2007 ainsi que le compte de profits et pertes pour l'exercice clos à cette date, et l'annexe contenant 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. Cette responsabilité comprend : la conception, la mise en place et le suivi d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère de comptes financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, ainsi que la détermination d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

Responsabilité du réviseur d'entreprises

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 par l'Institut des réviseurs d'entreprises. 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, de même que l'évaluation du risque que les comptes financiers contiennent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs. En procédant à ces évaluations du risque, le réviseur d'entreprises 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 l'efficacité de celui-ci.
Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et le 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 2007, 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.

Deloitte S.A.
Réviseur d'entreprises

Pascal Pincemin
Partner

Vafa Moayed
Partner

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

4.8.3 Le bilan au 31 décembre 2007 (exprimé en euros)

ACTIF	Note	2007 EUR	2006 EUR
Avoirs et créances en or	3	42 228 333	35 923 514
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	4	97 132 215	164 244 740
- créances sur le FMI		33 809 923	47 085 746
- comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises		63 322 292	117 158 994
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	5	1 305 521 707	37 207 591
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6	1 254 267 732	1 301 410 536
- comptes auprès de banques, titres et prêts		1 254 267 732	1 301 410 536
Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	7	32 914 774 230	41 510 822 665
- opérations principales de refinancement	7.1	24 125 912 740	32 668 047 500
- opérations de refinancement à long terme	7.2	8 788 861 490	8 842 774 865
- facilités de prêt marginal	7.5	0	300
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	8	730 661 572	797 785
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	9	2 085 440 047	2 349 504 488
Créances envers l'Eurosystème	10	18 399 192 673	5 314 683 608
- participation au capital de la BCE	10.1	10 668 158	9 660 235
- créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves transférées	10.2	90 730 275	87 254 014
- autres créances envers l'Eurosystème	10.3	18 297 794 240	5 217 769 359
Valeurs en cours de recouvrement		0	35
Autres actifs	11	2 180 086 085	1 730 976 895
- immobilisations corporelles et incorporelles	11.1	65 289 790	66 243 324
- autres actifs financiers	11.2	1 818 366 874	1 500 684 573
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan		21 010 787	2 426 000
- comptes de régularisation	11.3	255 827 288	130 924 829
- divers	11.4	19 591 346	30 698 169
Total de l'actif		**59 009 304 594**	**52 445 571 857**

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

PASSIF	Note	2007 EUR	2006 EUR
Billets en circulation	12	1 414 171 330	1 269 044 800
Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	13	10 779 720 531	9 741 868 456
- comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	13.1	10 779 720 531	9 741 868 456
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	14	433 531 161	472 942 949
- engagements envers des administrations publiques	14.1	433 531 161	472 942 949
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	15	81 828 278	32 189 061
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	16	296 404 985	37 757 173
Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	17	18 209 670	19 355 828
Engagements envers l'Eurosystème	18	44 786 358 600	39 811 803 645
- engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	18.1	44 786 358 600	39 811 803 645
Valeurs en cours de recouvrement	19	23	12 605 068
Autres engagements	20	524 643 538	387 451 120
- écart de réévaluation sur instruments de hors bilan	-	0	2 940 000
- comptes de régularisation		492 407 914	343 796 110
- divers	-	32 235 624	40 715 010
Provisions	21	470 849 312	461 392 192
Comptes de réévaluation	22	31 245 895	31 241 667
Capital et réserves	23	167 919 897	160 610 619
- capital	23.1	25 000 000	25 000 000
- réserves	23.2	142 919 897	135 610 619
Bénéfice de l'exercice		**4 421 374**	**7 309 279**
Total du passif		**59 009 304 594**	**52 445 571 857**

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

4.8.4 Le hors-bilan au 31 décembre 2007 (exprimé en euros)

	Note	2007 EUR	2006 EUR
Engagement à terme Swap	24	944 569 699	0
Titres reçus en garantie	25	219 720 485 682	189 738 667 501
Garanties émises et instruments similaires	26	0	1 700 000 000
Réserves de change gérées pour le compte de la Banque centrale européenne	27	236 640 755	117 520 445
Contrats à terme ferme	28	0	274 612 652
Collection numismatique		181 470	180 767
		220 901 877 606	**191 830 981 365**

4.8.5 Les comptes de profit et pertes pour l'exercice clos au 31 décembre 2007 (exprimé en euros)

	Note	2007 EUR	2006 EUR
Intérêts reçus	29	2 165 460 459	1 378 860 061
Intérêts payés	29	(2 028 764 753)	(1 276 252 841)
Revenus nets d'intérêts	**29**	**136 695 706**	**102 607 220**
Bénéfices/(pertes) réalisé(e)s sur opérations financières	30	2 059 326	4 954 221
Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises	31	(85 351 506)	(18 874 943)
Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marché	32	1 542 974	(54 336 253)
Résultat net d'opérations financières, corrections de valeur et provisions		**(81 749 206)**	**(68 256 975)**
Commissions perçues	33	14 820 860	11 605 170
Commissions payées	33	(13 684 113)	(11 039 183)
Résultat net sur commissions	33	1 136 747	565 987
Produits des participations	34	-	-
Résultat net provenant de la répartition du revenu Monétaire	35	(28 534 340)	(12 450 016)
Autres revenus	36	14 817 445	20 193 375
Total des revenus nets		**42 366 352**	**42 659 591**
Frais de personnel	37	(20 965 916)	(19 751 606)
Autres frais généraux administratifs	38	(8 348 065)	(7 295 424)
Corrections de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	11.1, 39	(5 440 417)	(5 118 980)
Frais relatifs à la production de signes monétaires	40	(901 044)	(840 406)
Autres frais	41	(2 289 536)	(2 343 896)
Résultat de l'exercice		**4 421 374**	**7 309 279**

L'annexe fait partie intégrante des comptes financiers.

4.8.6 L'annexe aux comptes financiers au 31 décembre 2007

Note 1 - Généralités

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

Note 2 - Résumé des principales méthodes comptables

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

2.1 Présentation des comptes financiers

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

2.2 Principes comptables

Les principes comptables utilisés sont les suivants :

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

2.3 Principes de base

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

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

2.4 Or, avoirs et dettes en monnaies étrangères

Les actifs et passifs en monnaies étrangères (or y compris) sont convertis en euros au cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et les charges sont convertis au cours de change de la date de transaction.
La réévaluation des monnaies étrangères est effectuée par devise et comprend tant les éléments du bilan que du hors bilan.

La réévaluation des titres est traitée séparément de la réévaluation de change des titres libellés en monnaies étrangères.

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

2.5 Titres

Les titres négociables libellés en monnaies étrangères et en euros sont évalués au prix du marché, à la date de clôture de l'exercice 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.

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 Evénements postérieurs à la date de clôture de l'exercice

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

2.8 Billets en circulation

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

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

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

Les soldes intra-Eurosystème résultant de la répartition des billets en euros font l'objet d'ajustements afin d'éviter des modifications trop importantes dans la situation relative des revenus des BCN par rapport aux années antérieures. Les ajustements consistent dans la prise en compte des écarts entre la valeur moyenne des billets en circulation de chaque BCN pendant une période de référence et la valeur moyenne des billets qui auraient été attribués aux BCN pendant cette période suivant la clé de répartition du capital. Les ajustements seront progressivement réduits chaque année pour aboutir en fin de compte à une répartition du revenu sur les billets en euros conforme à la part libérée par les BCN dans le capital de la BCE.

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

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le revenu de seigneuriage de la BCE, résultant de la part de 8 % des billets en euros qui est attribuée à la BCE, ne sera pas distribué pour l'exercice 2007. Le revenu a été affecté à la constitution d'une provision pour risque de change et d'intérêt et de risque sur or dans les comptes de la BCE.

2.9 Avoirs et engagements envers l'Eurosystème

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

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

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

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

2.12 *Provisions pour risques bancaires*

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

Note 3 - Avoirs et créances en or

Au 31 décembre 2007, la BCL détient 2.314,78 onces d'or pour une valeur de 1,3 millions d'euros (2.423,88 onces d'or pour une valeur de 1,2 millions d'euros au 31 décembre 2006) 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 40,9 millions d'euros (34,7 millions d'euros au 31 décembre 2006).

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 2007.

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

	2007 EUR	2006 EUR
Créances sur le FMI	33 809 923	47 085 746
Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises	63 322 292	117 158 994
	97 132 215	**164 244 740**

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).

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Cette rubrique se décompose en deux sous-rubriques :

- les créances détenues sur le Fonds monétaire international (« FMI ») se composent de la position de réserve et des DTS détenus. Les DTS sont des actifs de réserve créés *ex nihilo* par le FMI et que celui-ci alloue à ses membres. Les avoirs en DTS d'un Etat membre sont initialement égaux au montant de DTS qui lui ont été alloués. Par la suite, ces avoirs en DTS évoluent dans la mesure où l'Etat membre les utilise ou au contraire en acquiert de la part d'autres détenteurs. La position de réserve correspond à la quote-part déduction faite des avoirs du FMI en euros et compte tenu du compte de réévaluation du compte général.

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

Le portefeuille d'un montant de 59,8 millions d'euros au 31 décembre 2007 (contre 115,3 millions d'euros au 31 décembre 2006) est constitué uniquement de fonds publics libellés en dollars US émis par des Etats et d'obligations de premier ordre émises par des organismes internationaux et supranationaux. Les titres sont valorisés au prix du marché. Au 31 décembre 2007, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de plus-values d'évaluation de 1,2 millions d'euros (plus-values d'évaluation de 0,3 million d'euros au 31 décembre 2006).

Les avoirs en banques s'élèvent à 3,5 millions d'euros au 31 décembre 2007 (contre 1,9 millions d'euros au 31 décembre 2006).

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

Cette rubrique inclut notamment des crédits pour un montant équivalent à 940,8 millions d'euros provenant d'opérations avec des contreparties de l'Eurosystème effectuées dans le contexte d'une facilité de prêt à terme en USD. Sous ce programme, un montant total de 20 milliards d'USD a été mis à disposition par la Réserve Fédérale américaine à la BCE au moyen d'un arrangement temporaire réciproque sur devises (« swap line ») dans le but d'offrir des liquidités à court terme en USD à des contreparties de l'Eurosystème. Simultanément la BCE a conclu des transactions swap à caractère *back to back* avec les BCNs de l'Eurosystème. Lesdites BCNs ont utilisé les fonds en question pour mettre à disposition à leurs contreparties des liquidités en USD. Les opérations entre la BCE et les BCNs ont été comptabilisées dans le poste « Autres créances envers l'Eurosystème (net) » et ne sont pas rémunérées. La réévaluation de ces opérations n'affecte pas le résultat de l'exercice 2007.

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

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

	2007 EUR	2006 EUR
Comptes auprès de banques	10 143 289	10 959 298
Titres	1 244 124 443	1 290 451 238
	1 254 267 732	**1 301 410 536**

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

Le portefeuille-titres est constitué uniquement des fonds publics libellés en euros émis par des Etats ne faisant pas partie de la zone euro et d'obligations de premier ordre émises par des sociétés situées en dehors de la zone euro. Les titres sont valorisés à la valeur de marché. Au 31 décembre 2007, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 39,0 millions d'euros (moins-values d'évaluation de 15,5 millions d'euros au 31 décembre 2006).

Note 7 - Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro lies 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 :

	2007 EUR	2006 EUR
Opérations de refinancement à long terme	24 125 912 740	32 668 047 500
Opérations principales de refinancement	8 788 861 490	8 842 774 865
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Cessions temporaires à des fins structurelles	-	-
Facilités de prêt marginal	-	300
Appels de marge versés	-	-
	32 914 774 230	41 510 822 665

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 ainsi que d'adjudications exceptionnelles effectuées en fin d'année.

7.2 Opérations de refinancement à long terme

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

7.3 Cessions temporaires de réglage fin

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

7.4 Cessions temporaires à des fins structurelles

Il s'agit d'opérations d'*open market* exécutées principalement en vue de modifier la position structurelle de liquidité du secteur financier vis-à-vis de l'Eurosystème.
Il n'y a pas eu d'opération pendant l'année écoulée.

7.5 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 à 24 heures 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.
Il n'y a pas eu d'opération pendant l'année écoulée.

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

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

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

Cette rubrique comprend le portefeuille-titres en euros émis par des résidents de la zone euro et pouvant être affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire pour un montant de 2.085,4 millions d'euros au 31 décembre 2007 (contre 2.349,5 millions d'euros au 31 décembre 2006).

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 décem-

bre 2007, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 28,8 millions d'euros (moins-values d'évaluation de 14,7 millions d'euros au 31 décembre 2006).

Note 10 - Créances envers l'eurosystème

10.1 Participation au capital de la BCE

Conformément à l'article 28 des statuts du SEBC, les BCNs composant le SEBC sont les seuls souscripteurs au capital de la BCE. Ces souscriptions dépendent des parts respectives qui sont fixées selon les modalités contenues dans l'article 29.3 des statuts du SEBC et qui font l'objet d'une adaptation quinquennale.

Au 31 décembre 2007, la part détenue par la BCL dans le capital de la BCE est de 0,1575%, soit 10.668.158 euros, sur un total de capital souscrit de la BCE de 5,761 milliards d'euros au total (0,1568%, soit 9.660.235 euros, sur un total de capital souscrit de la BCE de 5,565 milliards d'euros au 31 décembre 2006).

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 0,9 million d'euros.

Au 1er janvier 2007, consécutivement à l'entrée des banques centrales de la Bulgarie et de la Roumanie dans le Système européen des banques centrales et de la Banque centrale de la Slovénie dans l'Eurosystème, les clés de participation de la BCL dans ces systèmes ont changé. Parallèlement à l'inclusion des nouveaux membres, les données à la base des calculs sur la population et le PIB ont été revues. La clé de la BCL dans le Système européen des banques centrales est ainsi passée de 0,1568% à 0,1575% et la clé dans l'Eurosystème est passée de 0,21933% à 0,22659%.

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

Cette sous-rubrique représente le montant de la créance de la BCL résultant du transfert à la BCE d'une partie de ses réserves en devises. Cette créance, libellée en euros, a une valeur fixée au moment du transfert. La créance est rémunérée au dernier taux marginal disponible pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, ajusté pour tenir compte d'une rémunération équivalent à zéro sur la partie en or.

Au 31 décembre 2007, la créance de la BCL s'élève à 90.730.275 euros (87.254.014 euros au 31 décembre 2006).

10.3 Autres créances envers l'Eurosystème

Cette sous-rubrique reprend principalement la créance de la BCL envers l'Eurosystème découlant, via le système TARGET, des paiements transfrontaliers au titre des opérations monétaires et financières entre la BCL et les autres banques centrales nationales ainsi qu'avec la BCE. Cette créance s'élève à 18,3 milliards d'euros au 31 décembre 2007 (créance de 5,2 milliards d'euros au 31 décembre 2006).

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	Total EUR
Valeur brute au 01.01.2007	87 695 681	-11 447 327	5 583 458	104 726 466
Cessions	-	-	-	-
Acquisitions	3 609 069	701 145	176 669	4 486 883
Valeur brute au 31.12.2007	**91 304 750**	**12 148 472**	**5 760 127**	**109 213 349**
Amortissements cumulés au 01.01.2007	26 147 057	8 435 710	3 900 375	38 483 142
Cessions	-	-	-	-
Dotations	3 923 441	975 602	541 374	5 440 417
Amortissements cumulés au 31.12.2007	30 070 498	9 411 312	4 441 749	43 923 559
Valeur nette au 31.12.2007	**61 234 252**	**2 737 160**	**1 318 378**	**65 289 790**

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 :

	2007 EUR	2006 EUR
Autres participations	170 226	216 994
Fonds de pension	88 987 746	83 271 152
Portefeuille-titres	1 729 208 902	1 417 196 427
	1 818 366 874	**1 500 684 573**

Les autres participations se composent des participations que la BCL détient dans RTGS-L GIE, en liquidation, Swift et l'ATTF.

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 2007.

Le portefeuille-titres repris sous cette rubrique comprend deux catégories :

1) Les titres détenus par la BCL au 31 décembre 2007 dans un but de placement pour un total de 1.362,6 millions d'euros (1.417,2 millions d'euros au 31 décembre 2006). Ces titres sont valorisés au prix du marché.

Au 31 décembre 2007, la valeur de marché de ceux-ci tient compte de moins-values d'évaluation de 32,3 millions d'euros (moins-values de 12,8 millions d'euros au 31 décembre 2006).

2) 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. Les titres qui se trouvaient déjà en portefeuille au 31 décembre 2006 ont été transférés à la valeur comptable du 1er janvier 2007 ; les titres acquis au 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 2007.

La valeur comptable des titres actuellement en portefeuille s'élève à 366,6 millions d'euros. Les moins-values non-réalisées sur ce portefeuille sont de 17,8 millions d'euros au 31 décembre 2007. Bien que ces moins-values ne soient pas comptabilisées à l'heure actuelle, les titres en question feraient l'objet d'une correction de valeur du moment qu'une dépréciation durable devrait être constatée.

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 2008 et les produits à recevoir.

11.4 Divers

	2007 EUR	2006 EUR
Prélèvements anticipés	-	12 605 000
Autres	19 591 346	18 093 169
	19 591 346	**30 698 169**

La sous-rubrique intitulée « Prélèvements anticipés » correspond au montant de billets en euros commandés par des établissements de crédit au 31 décembre 2006 et qui n'ont pas encore été mis en circulation à cette date.

La sous-rubrique « Autres » comprend notamment 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 (17.726.152 euros au 31 décembre 2007).

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 1.414,2 millions d'euros (1.269,0 millions d'euros au 31 décembre 2006).

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

	2007 EUR	2006 EUR
Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	10 779 720 531	9 741 868 456
Facilité de dépôt	-	-
Reprises de liquidités en blanc	-	-
Cessions temporaires de réglage fin	-	-
Appels de marge reçus	-	-
	10 779 720 531	**9 741 868 456**

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

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 auprès de la Banque pour 24 heures, à un taux prédéterminé.

13.3 *Reprises de liquidités en blanc*

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

13.4 *Cessions temporaires de réglage fin*

Il s'agit d'autres opérations de politique monétaire visant à un rétrécissement de la liquidité.
Il n'y a pas eu d'opération pendant l'année écoulée.

13.5 *Appels de marge reçus*

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

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 :

	2007 EUR	2006 EUR
Comptes courants	2 204 291	84 691
Compte pour la couverture des signes monétaires en euros émis par le Trésor	161 326 870	142 858 258
Dépôts à terme	270 000 000	330 000 000
	433 531 161	**472 942 949**

Les comptes courants représentent un engagement de 2.204.261 euros envers le Trésor luxembourgeois et un engagement de 30 euros envers les CCPL.

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 non-résidents de la zone euro

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

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

Le solde inclus sous cette rubrique représente la contre-valeur des DTS, comptabilisée au même cours que les avoirs en DTS, qui devraient être restitués au FMI en cas d'annulation de DTS, de liquidation du département des DTS du FMI ou de la décision du Luxembourg de s'en retirer. Cet engagement à durée indéterminée s'élève à DTS 17,0 millions, soit 18,2 millions d'euros au 31 décembre 2007 (DTS 17,0 millions, soit 19,4 millions d'euros au 31 décembre 2006).

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Note 18 - Engagements envers l'eurosystème

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

Cette rubrique comprend les engagements nets vis-à-vis de l'Eurosystème liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème. La position nette est rémunérée au taux d'intérêt marginal des opérations principales de refinancement.

Note 19 - Valeurs en cours de récouvrement

Cette rubrique comprend notamment la contrepartie des billets en euros commandés par des établissements de crédit à la BCL au 31 décembre 2006 et qui n'ont pas encore été mis en circulation à cette date.

Note 20 - 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'Eurosystème, diverses charges à payer, y compris les fournisseurs, et les billets en Francs luxembourgeois toujours en circulation.

Au 31 décembre 2007 la contre-valeur des billets en Francs luxembourgeois restant en circulation s'élève à 5,3 millions d'euros (5,4 millions d'euros au 31 décembre 2006).

Note 21 - Provisions

Les provisions se présentent comme suit :

	2007 EUR	2006 EUR
Provision pour risques bancaires	379 975 432	381 518 406
Provision pour pensions	90 823 880	79 823 786
Autres provisions	50 000	50 000
	470 849 312	**461 392 192**

21.1 Provision pour risques bancaires

La provision pour risques bancaires s'analyse comme suit :

	2007 EUR	2006 EUR
Provision en couverture du risque de crédit et de marché	176 811 696	178 365 669
Provision en couverture du risque opérationnel	8 840 000	10 925 000
Provision en couverture du risque de liquidité	14 829 513	14 318 659
Provision en couverture du risque de taux d'intérêt	200 000	200 000
	200 681 209	**203 809 328**

Provision pour risques bancaires généraux

	2007 EUR	2006 EUR
Provision pour obligations résultant d'accords monétaires	32 341 954	32 341 954
Autre provision pour risques bancaires généraux	146 952 269	145 367 124
	179 294 223	177 709 078
	379 975 432	381 518 406

21.1.1 Provision en couverture du risque de crédit et de marché

La provision de 176,8 millions d'euros (178,4 millions d'euros au 31 décembre 2006) correspond à :

- 4 % de la valeur de marché des titres existants au 31 décembre 2003 et maintenue au 31 décembre 2007 (portefeuille-titres affecté en cas de besoin à des opérations de politique monétaire et portefeuille de placement) et des participations de la BCL autres que la participation dans la BCE ;
- 2 % de l'accroissement entre le 31 décembre 2003 et le 31 décembre 2007 du portefeuille-titres et des participations autres que la participation dans la BCE ;
- 2% des engagements à termes fermes sur indices boursiers existants au 31 décembre 2007 ;
- 4 % de l'encours moyen des crédits accordés par l'ensemble de l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire à hauteur de la participation de la BCL dans l'Eurosystème.

Le principe de la provision sur indices boursiers avait été introduit en 2006. En 2007, il n'y a pas d'encours à ce niveau.
L'objectif de la Banque est d'atteindre un taux de 4% sur tous les postes à moyen terme.

21.1.2 Provision en couverture du risque opérationnel

Cette provision est destinée à couvrir le risque de pertes résultant d'une inadéquation ou d'une défaillance attribuable aux procédures, au facteur humain et aux systèmes de la BCL, ou à des causes externes. En l'absence de statistiques relevantes sur la dimension du risque, la dotation est effectuée en prenant en considération la méthode d'un indicateur unique afin d'amener la provision à un montant correspondant à 15 % du produit bancaire net (y inclus les paiements faits dans le cadre de la répartition du revenu monétaire) de la moyenne des trois derniers exercices conformément au document émis par le Comité de Bâle.

21.1.3 Provision pour obligations résultant d'accord 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 2007.

21.1.4 Autre provision pour risques bancaires généraux

Dans le cadre de sa politique de prudence et de sauvegarde de ses actifs, la BCL a effectué au cours de l'exercice 2007 une dotation nette à la provision pour risques bancaires généraux de 1,6 millions d'euros (17,4 millions d'euros pour l'exercice 2006) en couverture des risques non individualisés inhérents aux activités de banque centrale.

21.2 Provision pour pensions

La provision pour pensions s'analyse comme suit :

	2007 EUR	2006 EUR
Provision pour pensions	88 432 010	77 431 916
Provision pour égalisation et aléas financiers	850 252	850 252
Provision pour augmentation PBO	1 541 618	1 541 618
	90 823 880	79 823 786

21.2.1 Provision pour pensions

Les pensions des agents de la Banque centrale du Luxembourg sont intégralement à charge de la BCL. Sur base de la méthode actuarielle décrite en note 2.11, et en tenant compte des hypothèses de calcul actuellement retenues, l'engagement de la BCL vis-à-vis de ses agents s'élève à 88,4 millions d'euros au 31 décembre 2007 (77,4 millions d'euros au 31 décembre 2006).

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 transferts périodiques du compte « Réserve comptable du fonds de pension » vers le compte « Provision pour pensions » afin d'ajuster ce dernier au niveau de la valeur actuarielle ;
- le cas échéant, d'une dotation ou d'une reprise effectuée par la BCL afin d'ajuster le compte « Provisions pour pensions » au niveau de la valeur actuarielle.

21.2.2 Provision pour égalisation et aléas financiers

Cette provision avait initialement été constituée en vue de faire face aux besoins liés aux fluctuations des premières années en matière d'engagement du Fonds de pension et en vue de compenser une baisse de rendement de l'actif. La provision a été partiellement utilisée par la suite. Elle n'a pas subi de variation en 2007.

21.2.3 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 22 - Comptes de réevaluation

Sont incluses sous cette rubrique les différences de réévaluation positives de change correspondant à l'écart entre le taux de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice et le taux de change moyen des positions devises et or détenues par la BCL, ainsi que les différences de réévaluation positives de prix correspondant à l'écart entre la valeur de marché à la date de clôture de l'exercice et la valeur d'acquisition amortie des positions titres.

Note 23 - Capital et réserves

23.1 Capital

L'Etat luxembourgeois est l'unique détenteur du capital de la BCL qui est fixé à 25 millions d'euros.

23.2 Réserves

Le montant des réserves s'élève à 142,9 millions d'euros (135,6 millions d'euros au 31 décembre 2006). Ce montant a augmenté au cours de l'exercice de 7,3 millions d'euros suite à l'affectation du bénéfice de l'exercice 2006 suivant la décision du Conseil de la BCL, en application de la loi organique (article 31).

Note 24 - Engagement à terme swap

Cette rubrique correspond à l'engagement à terme envers la BCE au 31 décembre 2007 dans le contexte des facilités de prêt à terme en USD mises à disposition par la Réserve Fédérale américaine (voir aussi Note 5 « Créances en devises sur des résidents de la zone Euro »).

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 2007, la valeur de marché des titres ainsi déposés en garantie auprès de la BCL s'élève à 219,7 milliards d'euros (189,7 milliards d'euros au 31 décembre 2006).

Note 26 - Garanties émises et instruments similaires

	2007 EUR	2006 EUR
Garanties émises et instruments similaires	-	1 700 000 000

Cette rubrique correspondait aux garanties émises par la BCL dans le cadre du projet « Night Time Link ». Cet engagement était garanti par des avoirs mis en dépôt auprès de la BCL pour un montant équivalent. Cette procédure a été remplacée dans le contexte de l'introduction de TARGET2 fin 2007.

Note 27 - Réserves de change gérées pour le compte de la Banque centrale europeenne

Cette rubrique comprend la partie des réserves en devises de la BCE qui est gérée par la BCL et évaluée au cours du marché.

Note 28 - Contrats a terme ferme

La BCL a pour politique de conclure des contrats à terme sur indices obligataires et indices boursiers. Ces instruments sont détenus en majeure partie à des fins de couverture du risque sur taux d'intérêt relatif au portefeuille-titres et dans le but de moduler la duration du portefeuille-titres existant en fonction des conditions du marché.

Au 31 décembre 2007, la BCL n'a aucun engagement global lié à ces contrats à terme (274,6 millions d'euros au 31 décembre 2006). 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 2007, montant qui est identique à celui de 2006.

Note 29 - Revenus nets d'interêts

Cette rubrique comprend les intérêts reçus, déduction faite des intérêts payés, sur les avoirs et engagements en devises et en euros. Le détail des intérêts reçus et payés est le suivant :

INTÉRÊTS REÇUS PAR TYPE

	Montants en devises EUR		Montants en euros EUR	
	2007	2006	2007	2006
FMI	1 273 454	1 521 372	-	-
Politique monétaire	-	-	1 468 637 585	1 062 362 643
Avoirs envers l'Eurosystème	-	-	456 897 715	173 380 646
Titres	4 899 994	4 460 338	221 992 931	134 366 145
Or	331 612	366 298	-	-
Autres	7 550 781	2 127 297	3 876 387	275 322
Total	**14 055 841**	**8 475 305**	**2 151 404 618**	**1 370 384 756**

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

INTÉRÊTS PAYÉS PAR TYPE

	Montants en devises EUR		Montants en euros EUR	
	2007	2006	2007	2006
FMI	(762 600)	(726 090)	-	-
Comptes courants (y inclus comptes de réserves) et dépôts liés aux opérations de politique monétaire	-	-	(341 757 536)	(226 747 634)
Engagements nets liés à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	-	-	(1 667 852 566)	(1 039 347 699)
Autres engagements envers l'Eurosystème	-	-	(41 847)	(35 255)
Intérêts sur dépôts à terme	-	-	(8 597 639)	(6 150 833)
Autres engagements	(5 755 533)	(1 573 198)	(3 042 037)	(1 672 132)
Intérêts sur swap de change	(954 995)	-	-	-
Total	**(7 473 128)**	**(2 299 288)**	**(2 021 291 625)**	**(1 273 953 553)**

L'augmentation du montant des intérêts est due à une augmentation des encours moyens en cours d'exercice ainsi qu'à une modification des taux d'intérêt.

Note 30 - 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 2007, elles s'élèvent respectivement à 26,0 millions d'euros (23,6 millions d'euros au 31 décembre 2006) et à 23,9 millions d'euros (18,6 millions d'euros au 31 décembre 2006), soit un bénéfice net de 2,1 millions d'euros (5,0 millions d'euros au 31 décembre 2006).

Note 31 - Corrections de valeur sur actifs financiers et positions en devises

Cette rubrique comprend les moins-values d'évaluation sur les titres pour 74,6 millions d'euros et sur les devises pour 10,7 millions d'euros (moins-values d'évaluation sur les titres pour 15,9 millions d'euros et sur les instruments financiers liés aux taux d'intérêt et aux prix du marché pour 2,9 millions d'euros pour l'exercice 2006).

Note 32 - Dotations nettes aux provisions pour risques de change et de marché

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

Note 33 - Résultat net sur commissions

Les commissions perçues et payées se présentent comme suit :

	Commissions perçues EUR		Commissions payées EUR	
	2007	2006	2007	2006
Titres	13 705 964	10 812 837	(13 556 025)	(10 932 676)
Autres	1 114 896	792 333	(128 088)	(106 507)
Total	*14 820 860*	*11 605 170*	*(13 684 113)*	*(11 039 183)*

Note 34 - Produits des participations

Cette rubrique comprend, le cas échéant, le dividende distribué par la Banque centrale européenne. Aucun dividende n'a été distribué au titre de l'exercice 2007.
En 2007, le revenu de la BCE relatif au droit de seigneuriage pour un montant de 2.004 millions d'euros a été retenu en totalité par la BCE en accord avec une décision du Conseil des gouverneurs concernant l'établissement d'une provision pour risque de change, pour risque sur taux d'intérêts et pour risque sur le prix de l'or.

Note 35 - 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.

Toute charge d'intérêts payée sur les engagements inclus dans la base de calcul est déduite du revenu monétaire mis en commun par chaque BCN.

Les actifs identifiables sont composés des rubriques suivantes:

- les concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire ;
- les créances intra-Eurosystème au titre des avoirs de réserves externes transférés à la BCE ;
- les créances nettes intra-Eurosystème résultant des opérations de TARGET ;
- les créances nettes intra-Eurosystème liées à la répartition des billets de banque en euro dans l'Eurosystème ;
- un montant limité des avoirs en or de chaque BCN, en proportion de sa clé de répartition du capital souscrit.

L'or est considéré comme ne générant aucun revenu.

Lorsque la valeur des actifs identifiables d'une BCN est supérieure ou inférieure à la valeur de sa base de calcul, la différence est compensée en appliquant au montant en question le taux de rendement moyen des actifs identifiables de l'ensemble des BCNs.

Le revenu monétaire mis en commun par l'Eurosystème est réparti entre les BCN de la zone euro conformément à la clé de répartition du capital souscrit (0,22659 % pour la BCL au 31 décembre 2007).

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

(En millions d'euros)

	2007	2006
Revenu monétaire mis en commun par la BCL dans l'Eurosystème	(81,0)	(45,2)
Revenu monétaire alloué à la BCL par l'Eurosystème	52,5	32,7
Revenu monétaire net mis en commun	(28,5)	(12,5)

Note 36 - 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 » et les revenus sur produits numismatiques.

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 37 - 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 500.980 euros pour l'exercice 2007 (486.737 euros pour l'exercice 2006).

4. LA BCL EN TANT QU'ORGANISATION

Au 31 décembre 2007, les effectifs de la BCL s'élèvent à 219 agents (208 au 31 décembre 2006). L'effectif moyen de la BCL pour la période du 1er janvier au 31 décembre 2007 est de 211 agents (206 pour l'exercice 2006).

Note 38 - Autres frais généraux administratifs

Cette rubrique comprend tous les frais généraux et dépenses courantes, en ce compris les contrats de l*easing*, 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 74.493 euros pour l'exercice 2007 (72.289 euros pour 2006).

Note 39 - 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 40 - 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 41 - Autres frais

En 2007, cette rubrique comprend essentiellement les dotations aux provisions administratives et les frais liés à la fabrication des pièces de monnaies.

Note 42 - Évenements postérieurs à la date de clôture du bilan

Au 1er janvier 2008, suite à l'entrée des banques centrales de Chypre et de Malte dans l'Eurosystème, la clé de participation de la BCL dans l'Eurosystème est passée de 0,22659% à 0,22598%. Les clés du SEBC n'ont pas changé.

Ainsi les parts des BCNs ont été adaptées comme suit :

Banque centrale: Pays	Clé SEBC à partir du 1er janvier 2007	Clé Eurosystème à partir du 1er janvier 2008
Belgique	2,4708	3,54509493
Danemark	1,5138	
Allemagne	20,5211	29,44360031
Grèce	1,8168	2,60673809
Espagne	7,5498	10,83242582
France	14,3875	20,64313314
Irlande	0,8885	1,27481660
Italie	12,5297	17,97756839
Luxembourg	0,1575	0,22598043
Pays-Bas	3,8937	5,58666672
Autriche	2,0159	2,89240605
Portugal	1,7137	2,45881058
Finlande	1,2448	1,78603455
Suède	2,3313	
Royaume-Uni	13,9337	
République tchèque	1,3880	
Estonie	0,1703	
Chypre	0,1249	0,17920607
Lettonie	0,2813	
Lituanie	0,4178	
Hongrie	1,3141	
Malte	0,0622	0,08924434
Pologne	4,8748	
Slovénie	0,3194	0,45827397
République slovaque	0,6765	
Bulgarie	0,8833	
Roumanie	2,5188	
	100,000000	100,00000000

5. Annexes

5.1 Liste des circulaires de la BCL publiées en 2007

- ***Circulaire BCL 2007/203*** : Enquête sur l'investissement direct étranger : A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- ***Circulaire BCL 2007/204*** : Adoption de l'euro par Chypre et Malte : A tous les OPC monétaires
- ***Circulaire BCL 2007/205*** : Adoption de l'euro par Chypre et Malte : A tous les établissements de crédit
- ***Circulaire BCL 2007/206*** : Adoption par Chypre et Malte de la monnaie unique, l'euro, à partir du 1er janvier 2008 : Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements : A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- ***Circulaire BCL 2007/207*** : Modification des conditions générales de la BCL : A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- ***Circulaire BCL 2007/208*** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2008 : A tous les établissements de crédit
- ***Circulaire BCL 2007/209*** : Dates de remise des rapports statistique à la Banque centrale du Luxembourg en 2008 : A tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois
- ***Circulaire BCL 2007/210*** : Collecte Balance des paiements – Modification des instructions : A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- ***Circulaire BCL 2007/211*** : Nouvelle collecte statistique auprès des OPC non-monétaires – Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires : A tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- ***Circulaire BCL 2007/212*** : Mise à jour des instructions pour la collecte statistique de la BCL : A tous les établissements de crédit
- ***Circulaire BCL 2007/213*** : Collecte Balance des paiements – Nouveau module de collecte titre par titre pour les investissements de portefeuille : A tous les établissements de crédit
- ***Circulaire BCL 2007/214*** : Modification des conditions générales de la BCL : A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- ***Circulaire BCL 2007/215*** : Modification des conditions générales de la BCL : A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- ***Circulaire BCL 2007/216*** : Transmission des données statistiques par voie de télécommunication : A tous les établissements de crédit

5.2 Publications de la BCL

Cahier d'études de la Banque centrale du Luxembourg

- *Working Paper* N° 24, avril 2007
  Mesure de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois, par Abdelaziz Rouabah
- *Working Paper* N° 25, avril 2007
  Co-variation des taux de croissance sectoriels au Luxembourg: l'apport des corrélations conditionnelles dynamiques, par Abdelaziz Rouabah
- *Working Paper* N °26, mai 2007
  Commuters, residents and job competition in Luxembourg, par Olivier Pierrard
- *Working Paper* N°27, juin 2007
  Banking Output & Price Indicators form Quarterly Reporting Data, par Abdelaziz Rouabah
- *Working Paper N°28*, novembre 2007
  An analysis of regional commuting flows in the European Union, par Jordan Marvakov et Thomas Y. Mathä

5. ANNEXES

Publications externes du personnel de la BCL

- Olivier Pierrard, « *Microeconomic Uncertainty and Macroeconomic Indeterminacy* », with J.-F. Fagnart and H. Sneessens, In European Economic Review 2007, 51 (6), p. 1564-1588
- Abdelaziz Rouabah, « *L'inflation et la Rentabilité des Actions: Une Relation Enigmatique et un Casse-Tête pour les Banques Centrales* », In Economie et Prévision, 2007, No. 177, p. 19-34

Brochures de la Banque centrale du Luxembourg

- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2007
- « Chronique de l'immeuble Monterey », de René Link, janvier 2007
- « Exposition Monnaies grecques – Monnaies celtes », janvier 2007

Matériel d'information de la BCL sur l'euro

Conditions générales des opérations de la BCL

Commande

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**

5.3 Statistiques économiques et financières de la BCL

Les tableaux statistiques listés ci-dessous sont disponibles sur le site Internet de la BCL www.bcl.lu où ils sont mis à jour régulièrement. Certains de ces tableaux sont aussi publiés dans le Bulletin de la BCL.

1 Les statistiques de politique monétaire
1.1 La situation financière consolidée de l'Eurosystème
1.1.1 La structure
1.1.2 Les principes comptables
1.1.3 Le contenu de la situation financière consolidée
1.2 La situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
1.3 Les taux d'intérêt des facilités permanentes de la Banque centrale européenne
1.4 Les opérations de la politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres
1.5 Les statistiques de réserves obligatoires de la zone euro
1.5.1 L'assiette de réserves
1.5.2 La constitution de réserves
1.6 Les statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg
1.7 La position de liquidité du système bancaire
2 Les évolutions monétaires et financières dans la zone euro et au Luxembourg
2.1 Le bilan agrégé des IFMs de la zone euro (hors Eurosystème)
2.2 Le bilan agrégé des IFMs luxembourgeoises (hors Banque centrale)
2.3 Les agrégats monétaires
3 Marchés des capitaux et taux d'intérêt
3.1 Les taux d'intérêt des institutions financières monétaires
3.2 Les taux d'intérêt du marché monétaire
3.3 Les rendements d'emprunts publics
3.4 Les indices boursiers
3.5 Les taux de change
4 Les données générales sur le système financier au Luxembourg
4.1 Les secteurs concernés
4.1.1 Les institutions financières monétaires (IFMs)
4.1.2 Le secteur des OPC
4.1.3 Les professionnels du secteur financier (PSF)
4.1.4 Les sociétés de gestion
4.2 L'emploi dans les établissements de crédit et les professionnels du secteur financier
4.3 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit
4.3.1 La description des instruments du compte de profits et pertes
4.4 Le bilan des établissements de crédit et des OPC monétaires
4.4.1 La description des principaux instruments du bilan agrégé des établissements de crédit et des OPC monétaires
4.4.2 La description des secteurs économiques, contreparties aux établissements de crédit et OPC monétaires
5 La situation des établissements du Luxembourg sur les euro-marchés
6 Les développements des prix et des coûts au Luxembourg
6.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
6.2 Les prix à la production
6.3 Les prix des matières premières
6.4 Les indicateurs de coûts et termes de l'échange
6.4.1 Les coûts salariaux dans l'industrie
6.4.2 Prix liés au commerce extérieur
7 Les indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise
7.1 Les comptes nationaux
7.1.1 Le produit intérieur brut aux prix du marché
7.1.2 Les autres indicateurs de l'économie réelle
7.2 L es indicateurs du marché de l'emploi
7.3 Les enquêtes d'opinion
7.3.1 Enquête de conjoncture auprès des consommateurs
8 La situation budgétaire des administrations publiques
9 La balance commerciale du Luxembourg
10 La balance des paiements du Luxembourg et les avoirs de réserve
11 La Position extérieure globale du Luxembourg

5. ANNEXES

5.4 Liste des abréviations

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	**LIPS-Gross**	*Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Gross Settlement System (1999-2007)*
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	**LIPS-Net**	*Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Net Settlement System (1994-2006)*
ALCO	Comité de gestion actifs-passifs	**MBCC**	Modèle de banque centrale correspondante
BCC	Banque centrale correspondante	**MCE**	Mécanisme de change européen
BCE	Banque centrale européenne	**MRA**	Maximum Risk Allowance
BCL	Banque centrale du Luxembourg	**NTIC**	Nouvelles technologies de l'information et de la communication
BCN	Banque centrale nationale	**NSDD**	Norme spéciale de dissémination des données
BCPO	Banque centrale du pays d'origine	**OCDE**	Organisation de coopération et de développement économiques
BEI	Banque européenne d'investissement	**OICV**	Organisation internationale des commissions de valeurs
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	**OLAF**	Office de Lutte Anti-Fraude
BNB	Banque Nationale de Belgique	**OPC**	Organisme de placement collectif
BRI	Banque des règlements internationaux	**OPCVM**	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
CBL	Clearstream Banking Luxembourg	**OPEP**	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
CEF	Comité économique et financier	**OPR**	Opération principale de refinancement
CESR	*Committee of European Securities Regulators*	**ORLT**	Opération de refinancement à plus long terme
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg	**PEG**	Position Extérieure Globale
CIG	Conférence inter-gouvernementale	**PIB**	Produit intérieur brut
CSFMB	Comité des statistiques financières, monétaires et de balance des paiements	**PSF**	Autres professionnels du secteur financier
CSPRT	Comité de Systèmes de Paiement et de Règlement-Titres	**PTF**	Productivité totale des facteurs
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier	**ROA**	*Return on Assets*
CVS	Données corrigées des variations saisonnières	**ROE**	*Return on Equity*
DTS	Droits de tirage spéciaux	**Système RBTR**	Système de règlement brut en temps réel
ESP	European Service Providers	**RTGS-GIE**	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
EUROSTAT	Office statistique de l'Union européenne	**SEBC**	Système européen de banques centrales
FBCF	Formation brute de capital fixe	**SEC**	Système européen de comptes
FCP	Fonds commun de placement	**SICAF**	Société d'investissement à capital fixe
FMI	Fonds monétaire international	**SICAV**	Société d'investissement à capital variable
FSAP	*Financial Sector Assessment Program*	**SME**	Système monétaire européen
GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux	**SWIFT**	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c. UE Union européenne
IGF	Inspection générale des finances	**UEBL**	Union économique belgo-luxembourgeoise
IFM	Institution financière monétaire	**UEM**	Union économique et monétaire
IME	Institut monétaire européen (1994-1998)	**VNI**	Valeur nette d'inventaire
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)		

5. ANNEXES

5.5 Glossaire

Abattement forfaitaire : montant fixe qu'un établissement est habilité à déduire pour le calcul de ses ***réserves obligatoires*** dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'***Eurosystème.***

Acquis communautaire : terme utilisé habituellement pour désigner la législation communautaire dans son ensemble, y inclus les traités, les règlements et les directives. Les pays adhérant à l'Union européenne doivent avoir mis en œuvre l'acquis communautaire existant avant la date de leur adhésion.

Agrégats monétaires : 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***).

Appel d'offres normal : procédure que l'***Eurosystème*** utilise dans le cadre de ses ***opérations d'open market*** régulières. Les appels d'offres normaux sont effectués dans un délai de 24 heures. Toutes les ***contreparties*** qui remplissent les critères généraux d'éligibilité sont habilitées à soumettre des offres selon cette procédure.

Appel d'offres rapide : procédure d'appel d'offres utilisée par l'***Eurosystème*** pour des ***opérations de réglage fin***. Les appels d'offres rapides sont exécutés dans un délai d'une heure et réservés à un cercle restreint de ***contreparties***.

Assiette des réserves : ensemble des éléments du bilan (en particulier les 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.

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. Les organes de la BCE sont : le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Il y a aussi le Conseil général.

Bilan consolidé des IFM : le bilan consolidé du secteur des ***Institutions financières monétaires (IFM)*** est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts entre IFM et dépôts des OPCVM monétaires auprès des IFM par exemple). Il fait apparaître les actifs et les passifs du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la ***zone euro*** ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de ***M3***.

Conseil général : troisième organe de la ***Banque centrale européenne***. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des banques centrales nationales des Etats de l'Union européenne.

Conseil des gouverneurs : organe suprême de décision de la Banque centrale européenne (BCE). Il se compose des membres du Directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres ayant adopté l'***euro***.

Contrepartie : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute transaction avec la banque centrale).

Dépositaire central de titres : système de dépôt des titres qui permet le traitement des transactions par inscription en compte. Les titres peuvent être conservés chez le dépositaire sous forme papier ou sous la forme d'enregistrements informatiques (titres dématérialisés). Outre les services de conservation et de gestion des titres (services relatifs à l'émission et au remboursement, par exemple), le dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

Directoire : second organe de décision de la ***Banque centrale européenne (BCE)***. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'Etat ou de gouvernement des Etats membres ayant adopté l'***euro***.

Effet de base : Dans l'analyse conjoncturelle on explique souvent l'évolution des taux de variation annuelle d'une variable par des « effets de base ». On est en présence d'un effet de base lorsque l'évolution du taux annuel d'une variable d'un mois t au mois t+1 varie non pas en raison d'une variation du niveau de la variable du mois t au mois t+1, mais plutôt en raison de l'évolution du niveau d'il y a 12 mois.

Établissement de crédit : établissement répondant à la définition de l'article 1 de la directive de coordination bancaire du Parlement européen et du Conseil (2000/12/CE), c'est-à-dire « une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ».

EURIBOR (taux interbancaire offert en euros) : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en ***euros*** à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une semaine et de un à douze mois ; il s'agit de la moyenne, arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

Euro : nom retenu pour désigner la monnaie unique européenne, adopté par le Conseil européen, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995. Il est utilisé à la place du terme d'ECU employé dans le ***Traité*** à l'origine.

Eurosystème : 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 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.

5. ANNEXES

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 1er 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 1er juin 1998, après l'instauration de la ***Banque centrale européenne***.

Institutions financières monétaires (IFM) : institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la ***zone euro***. Il inclut l'***Eurosystème***, les ***établissements de crédit*** résidents, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement d'OPCVM monétaires.

M1, M2, M3 : cf. ***Agrégats monétaires***

MCE II (mécanisme de change II) : mécanisme de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la zone euro et les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. Le MCE II est un dispositif multilatéral, comportant des cours pivots fixes mais ajustables et une marge de fluctuation standard de ± 15 %. Les décisions concernant les cours pivots et l'éventuelle définition de marges de fluctuation plus étroites sont prises d'un commun accord entre l'État membre de l'UE en cause, les pays de la zone euro, la BCE et les autres États membres de l'UE participant au mécanisme. Tous les participants au MCE II, y compris la BCE, ont le droit d'engager une procédure confidentielle visant à réexaminer les cours pivots (réalignement).

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.

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.

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.

Stabilité des prix : maintenir la stabilité des prix est le principal objectif de l'***Eurosystème***. Le ***Conseil des gouverneurs*** définit la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'***indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)*** inférieure à 2 % pour la ***zone euro***. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Système européen de banques centrales (SEBC) : système constitué de la ***Banque centrale européenne (BCE)*** et des banques centrales nationales (BCN) des 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 de règlement de titres : système permettant le transfert de titres avec ou sans paiement de ces derniers.

Système RBTR (système de règlement brut en temps réel) : système de règlement dans lequel traitement et règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu) (cf. ***système TARGET***).

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. Ce système décentralisé se compose des dix-sept systèmes RTGS

nationaux, du mécanisme de paiement de la ***BCE*** et du mécanisme d'interconnexion.

Target 2 : nouvelle génération du système Target dans laquelle la structure technique actuellement décentralisée sera remplacée par une plate-forme partagée unique offrant un service harmonisé assorti d'une structure tarifaire unique.

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-22 (qui inclut les douze 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-42 (qui comprend le groupe de TCE-22 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 de réserves : coefficient établi par la ***Banque centrale européenne*** pour chaque catégorie d'éléments du bilan assujettis inclus dans l'***assiette des réserves***. Ces coefficients servent à calculer les ***réserves obligatoires***.

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

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

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

Zone euro : zone englobant les États membres de l'Union européenne qui ont adopté l'euro en tant que monnaie unique conformément au ***Traité***, et dans lesquels une politique monétaire unique est mise en œuvre sous la responsabilité du ***Conseil des gouverneurs*** de la ***Banque centrale européenne***. La zone euro comprend, depuis le 1er janvier 2008, 15 pays : la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie et la Finlande.

Conception, réalisation : Advantage S.A.
Impression : saint-paul luxembourg

Banque centrale du Luxembourg
2, boulevard Royal - L-2983 Luxembourg

T. (+352) 4774 - 1
F. (+352) 4774 - 4910

www.bcl.lu
E. sg@bcl.lu