

## VUE D'ENSEMBLE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 8 juin 2017.


Il a d'abord décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Au cas où les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs, les mesures de politique monétaire ont continué de préserver des conditions de financement très favorables, afin que les taux d'inflation convergent durablement vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les informations les plus récentes confirment que l'économie de la zone euro se renforce et que son taux de croissance devrait être légèrement plus élevé qu'anticipé antérieurement. Cependant, comme l'expansion économique tarde encore à se traduire par une dynamique d'inflation plus forte et que l'inflation sous-jacente reste faible, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire reste requise afin de soutenir l'inflation globale à moyen terme.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,6 % au premier trimestre 2017, après 0,5 % au quatrième trimestre 2016. Les données les plus récentes, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, confirment que la croissance dans la période à venir devrait être solide et généralisée, bénéficiant du processus de désendettement en cours, du renforcement de l'investissement, en particulier de la part des entreprises, des créations d'emplois, qui soutiennent le revenu disponible réel et la consommation privée, ainsi que d'une reprise mondiale qui favorise les exportations de la zone euro. Ce scénario ressort, globalement, des projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème et qui reposent sur la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire. L'expansion du PIB annuel en volume devrait s'élever à 1,9 % en 2017, 1,8 % en 2018 et à 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été revues à la hausse sur l'horizon de projection. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur ces perspectives de croissance de la zone euro sont globalement équilibrés. D'une part, la dynamique conjoncturelle domestique accroît la probabilité d'une reprise économique plus vigoureuse. D'autre part, des risques à la baisse demeurent, en lien principalement avec des facteurs mondiaux.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mai, après 1,9 % en avril et 1,5 % en mars. Comme cela avait été anticipé, les récentes fluctuations des taux d'inflation sont à attribuer aux cours de l'énergie et à des



hausse temporaire des prix des services pendant la période de Pâques. Alors que l'inflation globale devrait se maintenir au cours des prochains mois autour des niveaux observés actuellement, l'inflation sous-jacente, qui est restée faible, ne devrait progresser que graduellement à moyen terme, confortée par les décisions de politique monétaire, la poursuite de la croissance économique et la résorption progressive de la sous-utilisation des capacités de production.


Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de juin 2017, qui aboutissent à une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de 1,6 % en 2019. Par comparaison aux projections antérieures, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison du recul des prix du pétrole.

En ce qui concerne le Luxembourg, les conditions économiques sont demeurées favorables. Selon les premières données de comptabilité nationale, la croissance du PIB réel aurait été de 4,2 % en 2016, en accélération par rapport à l'année 2015 et également au-delà des attentes de la plupart des analystes. Il s'agirait de la quatrième année consécutive au cours de laquelle une croissance supérieure ou égale à 4,0 % serait enregistrée. Le niveau de croissance actuellement chiffré à 4,2 % en 2016 est néanmoins quelque peu surprenant, dans la mesure où aucun indicateur d'activité mensuel ou trimestriel relatif aux secteurs phares de l'économie ne laissait supposer une progression aussi élevée.

S'agissant du début de l'année 2017, les évolutions conjoncturelles ont été très favorables. La forte progression depuis la fin 2016 des marchés boursiers s'est traduite au premier trimestre 2017 par une hausse du patrimoine des fonds d'investissement et des résultats des banques. De manière plus générale, le secteur financier devrait ainsi retrouver en 2017 un dynamisme plus vigoureux, ce qui est important compte tenu du rôle de ce secteur dans l'économie. La croissance européenne qui se généralise et se renforce laisse envisager des évolutions positives dans les autres secteurs de l'économie luxembourgeoise. Selon les enquêtes auprès des chefs d'entreprises, les dépenses d'investissement du secteur manufacturier pourraient progresser fortement en 2017, à un rythme qui n'a plus été observé depuis 2001. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble reflète aussi une progression de l'activité dans le reste de l'économie.

Les projections de la BCL de juin 2017 aboutissent à une progression du PIB réel en 2017 de l'ordre de 4,6 %, soit un niveau plus élevé qu'anticipé en décembre dernier. L'accélération de la croissance en 2017 résulterait, en premier lieu, d'une augmentation des exportations attribuable à une hausse de la demande internationale et, en second lieu, d'une évolution plus favorable sur les marchés financiers. La demande domestique augmenterait également, bénéficiant tant de la bonne santé du marché de l'emploi que d'une série de mesures relatives à la réforme fiscale mise en œuvre au 1<sup>er</sup> janvier 2017. Sur base des hypothèses communes de l'Eurosystème portant sur les taux d'intérêt, le taux de change et les indices des marchés boursiers, ceux-ci se maintiendraient à des niveaux plus favorables, influençant de manière positive la croissance au cours de la période de projection. Ceci explique la persévérance d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise. L'expansion de l'économie luxembourgeoise pourrait décélérer légèrement au cours des années 2018 et 2019 pour atteindre respectivement 3,9 % et 3,6 % dans un contexte de stabilisation de la croissance mondiale et d'une impulsion plus réduite des marchés boursiers.

Le taux de variation de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a fortement progressé au cours des derniers mois et s'est établi à 1,7 % en mai 2017. Selon les projections de la BCL, l'inflation se situerait aux alentours de 1,8 % en 2017, de 1,7 % en 2018 et de 2,0 % en 2019. La forte accélération en 2017 résulterait de la conjugaison, d'une part, de la dissipation des effets de base



liés au recul du prix du pétrole en début d'année 2016, d'autre part, du paiement de la tranche indiciaire au début de 2017, du relèvement du salaire social minimum qui a pris effet au 1<sup>er</sup> janvier 2017 et, finalement, de la hausse projetée de l'inflation sous-jacente dans la zone euro. En comparaison avec l'exercice de décembre 2016, les projections d'inflation ont été marginalement ajustées à la hausse pour l'année 2017 et légèrement à la baisse pour l'année 2018.