



## VUE D'ENSEMBLE

### Décisions de politique monétaire et situation économique et financière dans la zone euro


Le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris et communiqué une série de mesures de politique monétaire lors de sa réunion du 14 décembre 2017.

Il a d'abord décidé de maintenir inchangés les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, 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.

Pour ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé poursuivre les achats nets au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros à compter de janvier 2018 et ce, jusque fin septembre 2018 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. Au cas où les perspectives deviendraient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers cet ajustement durable, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme. L'Eurosystème procédera au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire.

Les informations les plus récentes signalent un rythme soutenu d'expansion économique et une amélioration significative des perspectives de croissance. Sur base de la forte dynamique conjoncturelle et de la réduction sensible de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie, le Conseil des gouverneurs a exprimé une confiance accrue dans la convergence à venir de l'inflation vers son objectif. Cependant, comme l'expansion économique ne se traduit pas encore par une dynamique d'inflation plus marquée, il a estimé qu'un degré élevé de relance monétaire demeure indispensable pour continuer d'aviver les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation globale à moyen terme. Ce soutien monétaire continu est apporté par les achats nets supplémentaires d'actifs, les volumes considérables de titres acquis, les réinvestissements à venir ainsi que les indications relatives à la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,6 % au troisième trimestre 2017, après 0,7 % au trimestre précédent. Les données les plus récentes, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, confirment que la croissance sur la période à venir devrait être solide et généralisée. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'expansion du PIB annuel en volume devrait s'élever à 2,4 % en 2017, 2,3 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement révisées à la hausse. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques à la hausse et à la baisse qui pourraient influencer les perspectives de croissance de la zone euro demeurent dans l'ensemble équilibrés.




La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro a atteint 1,5 % en novembre 2017. Pour les mois à venir, les taux annuels d'inflation devraient légèrement baisser, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, avant d'augmenter à nouveau. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro devrait s'accélérer graduellement à moyen terme, soutenue, en particulier par le degré élevé de relance monétaire. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de décembre 2017, l'IPCH devrait croître de 1,5 % en 2017, de 1,4 % en 2018, de 1,5 % en 2019 et de 1,7 % en 2020. En comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2017, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la hausse, principalement en raison de la hausse des prix du pétrole et des produits alimentaires.

### **Situation économique et financière au Luxembourg**

Au Luxembourg, l'estimation des comptes nationaux annuels d'octobre 2017 a engendré des révisions aux données publiées au printemps 2017. La progression du PIB en volume est désormais estimée à seulement 2,9 % en 2015 et à 3,1 % en 2016, contre respectivement 4,0 % et 4,2 % dans la version précédente. La première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2017 a fait ressortir une hausse, en glissement annuel, du PIB de 2,2 % ; par rapport au quatrième trimestre 2016, la hausse serait limitée à 0,3 %. Ainsi, le PIB réel n'aurait donc que très faiblement progressé durant la première moitié de l'année 2017. Eu égard au caractère provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux trimestriels, susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

Cette prudence trouve aussi sa justification dans les évolutions conjoncturelles favorables observées au cours de l'année 2017 qui laissent présager une croissance positive dans la plupart des secteurs. Si les secteurs de l'industrie et de la construction semblent avoir fait preuve d'un ralentissement au cours des neuf premiers mois de l'année, les évolutions ont par contre été plus favorables dans le secteur financier. Contrairement aux comptes nationaux, qui ont fait état d'une activité affaiblie dans ce secteur en début d'année, d'autres indicateurs témoignent d'une progression de l'activité. Dans le secteur bancaire, la marge sur intérêts et les revenus nets sur commissions affichent des taux de variation annuels positifs pour les neuf premiers mois de l'année. L'activité des fonds d'investissement se serait également nettement redressée au cours des trois premiers trimestres. Quant au marché de l'emploi, celui-ci est resté bien orienté, affichant une croissance des effectifs supérieure à 3 % au cours des dix premiers mois de l'année 2017.

Globalement, ces développements tendent à confirmer une situation économique favorable au Luxembourg. Conjuguée à l'expansion soutenue dans la zone euro, la croissance au Luxembourg devrait également se renforcer et se maintenir à un niveau élevé.



Les projections de la BCL de décembre 2017 aboutissent à une progression du PIB réel en 2017 de l'ordre de 4,0 %, soit en nette amélioration par rapport à l'année 2016. L'accélération de la croissance en 2017 serait due à une hausse des exportations, dans le contexte de la forte croissance de la zone euro, ainsi qu'à une augmentation de la demande domestique qui bénéficie de la vigueur du marché de l'emploi et d'une série de mesures relatives à la réforme fiscale ayant pris effet au début de 2017.

L'expansion de l'économie luxembourgeoise pourrait décélérer légèrement au cours des années ultérieures pour s'établir à des niveaux proches de 3,6 % sur la période allant de 2018 à 2020, dans un contexte de stabilisation de la croissance mondiale et d'une influence plus réduite en provenance des marchés boursiers. En comparaison avec l'exercice de juin 2017, les projections relatives à la progression du PIB réel ont toutefois été ajustées à la baisse, en raison des données de comptabilité nationale devenues disponibles depuis lors, à savoir la révision à la baisse de l'estimation de la croissance en 2016 et de la faible progression du PIB au premier semestre 2017.

Le taux de variation annuel de l'inflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a poursuivi sa hausse et s'est établi à 1,8 % en moyenne et en glissement annuel sur les onze premiers mois de l'année 2017. Cette progression de l'inflation repose sur une assise assez large, étant la résultante d'une dynamique affichée tant au niveau des prix de l'énergie que des prix des autres biens et services.

Selon les projections de la BCL, l'inflation serait de 1,8 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de l'ordre de 2,0 % par la suite. La décélération en 2018 résulterait essentiellement de la conjugaison, d'une part, d'une moindre contribution des prix de l'énergie et, d'autre part, d'une mesure administrative changeant les modalités de remboursement des frais de crèche. Abstraction faite de l'impact à la baisse qui résulte de cette mesure, l'accélération de l'inflation sous-jacente serait ininterrompue sur la période allant de 2016 à 2020. Ce scénario est basé sur un rapprochement de l'inflation sous-jacente de sa trajectoire historique dans un contexte de conjoncture favorable, d'une hausse des salaires et d'une inflation importée plus élevées. En comparaison avec l'exercice de juin 2017, les projections d'inflation ont été ajustées à la baisse pour les années 2018 et 2019, essentiellement à cause de la mesure administrative précitée. En fonction de ces prévisions, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour le troisième trimestre de 2018. La tranche indiciaire subséquente serait due au début de 2020.



En ce qui concerne les finances publiques, la BCL projette un surplus au niveau des administrations publiques luxembourgeoises de 1,7 % du PIB en 2017, en légère hausse par rapport à celui observé en 2016. Cet excédent devrait se dégrader de manière significative au cours des années 2018 et 2019 avant de s'améliorer en 2020. L'impact négatif de la réforme fiscale, dont le coût total est évalué à 1,7 % du PIB par la BCL et la perte du reliquat de recettes de TVA liées au commerce électronique expliqueraient cette dégradation. Le déficit de l'administration centrale passerait de -0,2 % en 2017 à -1,5 % en 2019. Il faut remonter à l'année de crise 2012 (déficit de -2,0 % du PIB) pour trouver un déficit plus important au niveau de l'administration centrale que celui qui serait enregistré en 2019. Sur cet horizon de projection, le ratio de dette publique s'établirait à des niveaux légèrement supérieurs à 22 % du PIB.

Finalement, ce bulletin reprend l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2018 et la programmation financière pluriannuelle pour la période 2017-2021. Cet avis a été présenté, le 1<sup>er</sup> décembre 2017, à la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés.