



## PRESENTATION DU BULLETIN 2003/2 DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG – 17 SEPTEMBRE 2003

### LA SITUATION ECONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

L'Eurosystème a réduit les taux directeurs à deux reprises depuis le début de l'année. A l'issue de ces décisions, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement a été ramené à 2%. Ces décisions d'assouplissement de la politique monétaire se justifient par l'amélioration des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, qui résulte notamment de l'atonie de l'activité économique dans la zone euro et de l'appréciation du cours de change de la monnaie unique. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt représente un élément d'appui pour l'activité économique.

Cependant, le moment ainsi que l'ampleur de la répercussion sur leurs clients des modifications de taux par la Banque centrale européenne relèvent des décisions individuelles des acteurs du monde bancaire. L'analyse des statistiques de taux d'intérêt actuellement disponibles pour la zone euro et le Luxembourg montre que les établissements de crédit n'ont procédé qu'à une transmission partielle de la baisse des taux à leurs clients.

S'agissant de l'inflation de la zone euro, les perspectives à moyen terme en matière de prix demeurent favorables. Si l'évolution à court terme du rythme de progression de l'IPCH sera quelque peu influencée par des tensions liées aux hausses récentes des cours du pétrole, le Conseil des Gouverneurs de la BCE prévoit toujours que le taux d'inflation annuel devrait osciller autour de 2% pendant le reste de l'année. Le



taux de progression de l'IPCH reculerait en-dessous de 2% en 2004, se maintenant ainsi à un niveau compatible avec la stabilité des prix telle qu'elle a été définie par le Conseil des Gouverneurs de la BCE. La croissance soutenue de l'agrégat monétaire M3 ne devrait pas engendrer de tensions inflationnistes compte tenu du contexte économique actuel et du fait que l'abondante liquidité est liée à des arbitrages de portefeuille, qui devraient, au moins partiellement, s'inverser.

L'activité économique dans la zone euro a été peu dynamique au premier semestre de l'année 2003. En effet, la croissance trimestrielle du PIB a seulement été de 0,0% et de -0,1% respectivement aux premier et deuxième trimestres de l'année en cours. Le Conseil des Gouverneurs table sur une reprise progressive de l'activité économique au second semestre et sur un raffermissement de celle-ci en 2004.

## **LA SITUATION ECONOMIQUE AU LUXEMBOURG**

Nous présentons ci-dessous un état des lieux des principaux secteurs économiques, avant de commenter le projet de budget de l'Etat central pour 2004 et de présenter les plus récentes projections de la BCL en matière d'inflation.

### **Industrie**

La phase d'amélioration conjoncturelle que l'industrie a connue au tournant de l'année ne s'est pas poursuivie récemment. Selon les données ajustées pour les variations saisonnières publiées par le Statec, la production industrielle aurait baissé de 0,3% sur base trimestrielle au deuxième trimestre 2003 contre deux hausses consécutives lors des périodes précédentes. Par rapport à la même période de

l'année précédente, la variation serait de -1,3%, évolution quelque peu plus défavorable que dans la zone euro. La diminution du taux de progression des nouvelles commandes témoigne aussi de la dégradation récente de la conjoncture.

Au cours des mois de mai à août, les résultats des enquêtes de conjoncture ont affiché une nouvelle détérioration. Après son niveau minimum atteint au premier trimestre 2002, l'indicateur de confiance avait progressivement gagné du terrain pour atteindre son maximum temporaire en mars 2003 et a ensuite rechuté à des niveaux atteints il y a environ un an. A défaut d'une accélération de la demande internationale, cet indicateur risque de demeurer déprimé, ce qui irait de pair avec un niveau de production globalement stable par rapport à la même période de l'année précédente.

### **Construction**

La branche du génie civil semble renouer avec la croissance au deuxième trimestre après une stagnation en début d'année. Par contre, la branche du bâtiment devrait passer une année moins propice. La baisse annuelle de la production lors des six premiers mois de l'année reflète au moins en partie, en raison des longs délais d'exécution des travaux, le recul des autorisations de bâtir en 2000 et 2001 ainsi que l'état conjoncturel général. En effet, les permis de bâtir s'affichent de nouveau en progression en 2002 et en 2003. Ceci semble être une conséquence immédiate des décisions du gouvernement visant à élargir l'offre de logements afin de limiter la hausse, voire de faire baisser leurs prix. L'impact positif sur le niveau d'activité dans le bâtiment devrait alors s'observer fin 2003 ou plutôt en 2004.

## **Commerce et autres secteurs**

La situation relativement favorable en 2002 dans le commerce semble également s'étaler sur l'année en cours. En effet, au premier trimestre on a recensé une hausse relativement confortable pour le chiffre d'affaires du commerce total (9,2% en termes annuels). Toutes les branches s'affichaient en hausse. Par contre, l'hôtellerie et les restaurants voyaient de leur chiffre d'affaires reculer sur base annuelle, probablement pour des raisons multiples, en l'occurrence les mauvaises conditions météorologiques du début d'année, les répercussions de la situation économique générale sur les voyages d'affaires, l'impact des tensions géopolitiques sur le comportement des touristes ainsi que les retombées de la conjoncture sur le revenu disponible.

## **Secteur financier**

L'analyse de la somme des bilans des établissements de crédit sur les dix-neuf derniers mois permet de dégager deux périodes d'une durée de respectivement dix et neuf mois qui se caractérisent par des évolutions très contrastées. D'une part, entre décembre 2001 et septembre 2002, la somme des bilans des banques a chuté de 8,3% passant de 721 milliards d'euros à 661 milliards d'euros. D'autre part, entre septembre 2002 et juillet 2003, la somme des bilans a oscillé autour de la barre des 660 milliards d'euros pour s'établir au 31 juillet 2003 à 656 milliards d'euros, soit une baisse de 0,7% par rapport au 30 septembre 2002.

L'atténuation du mouvement de repli de la somme des bilans, observé au cours des neuf derniers mois ne permet cependant pas de cacher une tendance à la baisse sans équivoque. L'interruption temporaire du mouvement de recul par de faibles



sursauts documentant une hausse mensuelle de la somme des bilans ne peut cacher le mouvement de repli entamé en décembre 2001. Ainsi, la moyenne mobile sur 12 mois de la somme des bilans affiche une baisse mensuelle constante de l'ordre de 0,5% au cours des 9 derniers mois.

Quant aux résultats des établissements de crédit, on note que le second trimestre 2003, à l'instar du trimestre précédent, est marqué par une évolution favorable des marchés financiers ainsi que par une croissance économique très faible au Luxembourg comme dans la zone euro. Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit ne reflètent cependant pas l'évolution positive vécue sur les marchés financiers au cours des six premiers mois de l'année 2003. En effet, malgré une reprise des marchés boursiers le solde net sur commissions est encore en recul en raison de l'abstention continue des interventions de la clientèle sur ces marchés et de la baisse de la valeur nette d'inventaire des OPC. Cette évolution est essentiellement à la base d'une nouvelle et nette régression du résultat brut, qui est aussi marqué par un moindre résultat net sur divers. Ce dernier, qui constitue un poste très volatile, est nettement inférieur à 2002 et accentue de ce fait la baisse des revenus en 2003.

La marge sur intérêt est en régression de 4,1% et atteint 2 025 millions d'euros au 30 juin 2003 contre 2 112 à la même date de l'année précédente. Cette diminution peut s'expliquer par l'aplatissement de la courbe des rendements, réduisant ainsi les opportunités de transformation d'échéances. Fin juin 2003, les intérêts perçus s'élevaient à 18 099 millions d'euros (en baisse de 12,1% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 16 074 millions d'euros (en diminution de 13,0% par rapport au 30 juin 2002). La marge sur intérêts, tout en diminuant en



valeur absolue, maintient son importance relative dans le résultat brut, qui s'élève à 54,2% au 30 juin 2003.

Face à la diminution des revenus, les établissements de crédit continuent les programmes de maîtrise et de réduction des coûts afin d'être en mesure de maintenir des résultats nets à un niveau positif. Ainsi, on observe que les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) sont en baisse de 2,7%.

Compte tenu de ces évolutions, le résultat avant provisions et impôts s'élève à 2 033 millions d'euros au 30 juin 2003, ce qui représente une baisse de 6,9% par rapport au 30 juin 2002.

### **Finances publiques**

Le projet de budget de l'Etat central laisse apparaître un déficit de 88 millions d'euros en 2004. Les recettes courantes enregistreraient un recul de plus de 2%, sous l'effet d'une nette décreue des recettes perçues au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités. Selon des calculs de la BCL, le produit de cet impôt devrait bon an mal an se limiter à 5 ou 6% du PIB dans les prochaines années, ce qui est nettement inférieur au niveau observé en 2002 – soit 8,6% du PIB – et en 2003. Il s'agit-là d'une conséquence de l'épuisement des soldes d'impôts liés aux années antérieures d'une part, et de l'important abaissement des taux d'imposition mis en œuvre en 2002 d'autre part.

En conséquence, il importe de mettre en œuvre une surveillance étroite de l'évolution des dépenses de l'Etat, en particulier dans un contexte où les soldes budgétaires des communes et de la sécurité sociale tendent également à se détériorer. Le projet de budget de 2004 se caractérise certes par un net fléchissement de la croissance des dépenses totales, qui se limiterait à 2%. Cependant, cette décélération s'explique dans une large mesure par une diminution non récurrente des dépenses en capital, en particulier les dotations à certains fonds d'investissement, tandis que les dépenses courantes progresseraient toujours au rythme relativement soutenu de 5%. Par ailleurs, le déficit figurant au projet de budget n'a pu être limité à 88 millions d'euros, soit à 0,4% du PIB, que grâce à l'inscription en recettes d'une partie – 80 millions d'euros – d'un emprunt de 200 millions d'euros que le gouvernement compte contracter en 2004. Si cette pratique est usuelle en comptabilité budgétaire luxembourgeoise, la comptabilité nationale élaborée dans le cadre du système européen de comptes SEC 95 n'assimile aucunement un emprunt à une recette. Le déficit effectif de l'Etat central calculé selon la méthodologie SEC 95, qui constitue la pièce angulaire des procédures de surveillance des politiques budgétaires au niveau européen, devrait donc nettement excéder 88 millions d'euros, d'autant que la diminution des dotations aux fonds spéciaux ne constitue pas une réelle économie en comptabilité SEC 95. Ce déficit s'inscrit certes dans un contexte caractérisé par une dette publique extrêmement basse et par l'existence d'importantes réserves budgétaires. Cependant, la pérennité de cette situation financière favorable requiert une politique budgétaire empreinte de la plus grande prudence.

### **Perspectives en matière d'inflation des prix à la consommation**



Globalement, l'inflation du Luxembourg avait graduellement reculé depuis le mois de mars pour s'inscrire à 1,6% en juillet 2003. Le taux de progression annuel de l'IPCN a ensuite augmenté à 2,0% au 1<sup>er</sup> août. La BCL prévoit que le taux d'inflation devrait fluctuer tout juste en-dessous de 2% pendant le reste de l'année. Au premier semestre 2004, l'inflation évoluerait dans une fourchette de 1,5% à 2%. La conclusion antérieure selon laquelle les salaires ne seraient pas ajustés de manière automatique à l'inflation passée en 2004 serait toujours justifiée.

## ANALYSES

### ENQUETE SUR LE CREDIT BANCAIRE AU LUXEMBOURG

La BCL réalise, depuis janvier 2003, une enquête trimestrielle sur le crédit bancaire au Luxembourg. Les résultats de l'enquête de juillet 2003 font apparaître, en moyenne pour la période avril-juin, un durcissement des critères d'octroi de crédits des banques interrogées au Luxembourg. Ce durcissement est plus important pour les crédits accordés aux entreprises que pour ceux accordés aux ménages.

L'enquête fait également apparaître au Luxembourg, pour la période avril-juin, une reprise de la demande de crédits émanant aussi bien des entreprises que des ménages. Cette reprise de la demande est particulièrement importante pour les crédits à l'habitat des ménages.

En ce qui concerne l'évolution pour les trois prochains mois (juillet-septembre), les banques prévoient un durcissement futur de leurs critères d'octroi de crédits.



Du côté de la demande future émanant des entreprises (juillet-septembre), les banques Luxembourg prévoient une demande stable pour les trois prochains mois. Celle émanant des ménages pour la consommation et l'habitat devrait rester globalement stable.

## **POLITIQUE MONETAIRE ET RIGIDITES**

Afin de stabiliser les prix, la politique monétaire doit évaluer la nature des différents chocs et leur impact sur l'économie. L'impact de ces chocs est susceptible d'être prolongé dans le temps par l'existence de rigidités dans l'économie, source de ralentissement de l'ajustement de variables nominales (prix, salaires) ou réelles (emploi, production).

Parce que les chocs ont des effets persistants, la politique monétaire doit tenir compte non seulement de la situation présente mais aussi du passé. L'impact d'un changement de politique monétaire dépend de la combinaison de chocs qui le précède et des rigidités qui caractérisent l'économie. A noter que les rigidités prolongent aussi les effets des changements de la politique monétaire. C'est pourquoi l'impact d'une variation des taux d'intérêt peut atteindre son maximum seulement un à deux ans après sa mise en oeuvre. Ainsi, la politique monétaire doit adopter une approche prospective, adaptant les taux d'intérêt actuels à l'inflation anticipée sur un horizon futur. Finalement, les rigidités compliquent la tâche de la politique monétaire en générant des phénomènes transitoires qui éloignent l'inflation de son niveau tendanciel.

Les rigidités sont de natures très diverses. Certaines rigidités résultent de politiques mal adaptées. D'autres rigidités peuvent difficilement être éliminées parce qu'elles sont le résultat du comportement rationnel des agents économiques face à des asymétries de l'information. Cependant, les rigidités peuvent engendrer des coûts importants en termes de perte de flexibilité face aux chocs externes.

L'atténuation des rigidités à travers les réformes structurelles permet de simplifier la dynamique du système économique et faciliter ainsi la tâche de la politique monétaire. En évitant l'accumulation des effets des chocs passés, une plus grande flexibilité réduit l'ampleur et la durée des perturbations. Dans une économie plus flexible les autorités monétaires peuvent identifier plus facilement la source et la nature d'un choc donné parce que son impact n'est pas mêlé aux effets persistants des chocs passés. De plus, les effets des chocs de différentes périodes ont moins tendance à s'accumuler, réduisant la fréquence des perturbations importantes qui obligent les autorités monétaires à stabiliser activement l'économie.

#### **LA REGLE DE TAYLOR : PRESENTATION ET APPLICATION POUR LA ZONE EURO ET POUR LE LUXEMBOURG**

Pour être efficace, la politique monétaire doit être crédible. Les recherches académiques ont démontré qu'une politique monétaire basée sur des règles de conduite peut être plus crédible qu'une politique purement discrétionnaire. Ainsi, un ensemble d'auteurs s'est attaché à identifier des règles opérationnelles de politique monétaire susceptibles de limiter, voire d'éliminer, le recours à des actions discrétionnaires. Parmi les règles les plus citées, on trouve la règle de Taylor.

Dans le contexte actuel du fonctionnement de l'union monétaire, une des questions souvent soulevée porte sur la « cohérence » des taux d'intérêt fixés par le Conseil des Gouverneurs de l'Eurosystème avec les données fondamentales de l'économie dans la zone euro, mais aussi de l'économie de chaque Etat de l'Union.

Une esquisse de réponse à cette problématique peut être menée à partir de l'estimation de la règle de Taylor. Cette dernière a pour ambition de définir une ligne de conduite à valeur plus indicative que normative pour les autorités monétaires afin d'assurer une plus grande stabilité économique. Le taux d'intérêt calculé selon la règle de Taylor est comparé par la suite au taux d'intérêt observé pour juger de l'adéquation de la politique monétaire aux données économiques.

La règle de Taylor se fonde sur le calcul d'un taux d'intérêt de court terme, supposé compatible à la fois avec l'objectif de l'inflation cible fixé par les autorités monétaires et avec une stabilisation du niveau de production à son niveau potentiel.

Les résultats obtenus suite à l'estimation de cette règle pour la zone euro révèlent que les taux calculés sont généralement en phase avec ceux fixés par l'Eurosystème et les écarts observés laissent présager que la politique monétaire fut accommodante.

L'extension du même exercice pour l'analyse de la compatibilité des taux d'intérêt effectifs avec les données économiques de Luxembourg tend à confirmer le caractère expansionniste de la politique monétaire, c'est-à-dire que les taux d'intérêt compatibles à la fois avec la stabilité des prix et avec le maintien du niveau de la



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

production à son niveau potentiel au Luxembourg sont supérieurs à ceux fixé par l'Eurosystème.