

VUE D'ENSEMBLE

La présente vue d'ensemble comporte un survol des récentes décisions de politique monétaire et de la situation macroéconomique dans la zone euro et au Luxembourg. Elle se clôture par un aperçu de deux encadrés figurant dans la partie centrale du Bulletin.

Dans la droite ligne des communiqués de la BCL publiés respectivement les 16 juin 2014 (« *Analyse détaillée des finances publiques par la BCL : publication différée, en attente d'informations sur les finances publiques de la part du Gouvernement* ») et 18 juillet 2014 (« *Projections macroéconomiques de juin 2014 de la BCL* »), ce Bulletin ne renferme aucune référence directe aux finances publiques luxembourgeoises.

1 Décisions de politique monétaire et situation économique dans la zone euro

Pour rappel, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris une série de mesures de politique monétaire début juin 2014. Au-delà d'une baisse des taux d'intérêt, impliquant un taux négatif (-0,10 %) pour la facilité de dépôt, il avait alors notamment décidé que l'Eurosystème effectuerait une série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme. Le taux d'intérêt de ces opérations correspond, pour toute la durée, au taux appliqué aux opérations principales de refinancement en cours au moment de la réalisation de l'opération, augmenté d'un écart fixe de 10 points de base. Le Conseil des gouverneurs avait aussi décidé de continuer à effectuer les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, dans lesquels la totalité des soumissions est servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves s'achevant en décembre 2016. Finalement, le Conseil avait décidé de suspendre l'opération de réglage fin hebdomadaire visant à stériliser les apports de liquidité réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP).

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, lors de sa réunion du 4 septembre 2014, le Conseil des gouverneurs a pris plusieurs mesures de politique monétaire. Il a décidé d'abaisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base à 0,05% et de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 10 points de base, à 0,30%. Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à -0,20%.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de procéder à des achats d'actifs du secteur privé non-financier. Dans le cadre d'un programme d'achat d'ABS (*ABS Purchase Programme* – ABSPP), l'Eurosystème se portera acquéreur d'un large portefeuille de titres adossés à des actifs (*Asset-Backed Securities* – ABS) simples et transparents, ayant pour actifs sous-jacents des créances vis-à-vis du secteur privé non-financier de la zone euro. Parallèlement, dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées (*Covered Bond Purchase Programme 3* – CBPP3), l'Eurosystème fera également l'acquisition d'un large portefeuille d'obligations sécurisées libellées en euros et émises par les institutions financières monétaires domiciliées dans la zone euro.

Ce large éventail de mesures d'assouplissement de la politique monétaire s'inscrit dans le contexte de l'affaiblissement récent de la croissance et de taux d'inflation très bas sur une période prolongée. Il vise à renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire et à soutenir le crédit à l'économie réelle.



Après quatre trimestres consécutifs d'expansion modérée, l'activité économique a stagné au deuxième trimestre 2014 par rapport au trimestre précédent. Ce ralentissement est plus fort que prévu et il est intervenu dans un contexte caractérisé par une croissance atténuée du commerce international, par un regain des tensions géopolitiques et par une incertitude grandissante quant au processus de réformes dans la zone euro. Il pourrait néanmoins s'avérer temporaire, car les conditions nécessaires à une poursuite de la croissance demeurent. C'est ce qui ressort des projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 0,9 % en 2014, de 1,6 % en 2015 et de 1,9 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les services de l'Eurosystème, les projections de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, de 0,2 point de pourcentage (p.p.) pour 2014 et de 0,1 p.p. pour 2015. Elles ont néanmoins été revues à la hausse pour 2016, de 0,1 p.p.

Selon Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,4 % en août 2014. Les taux d'inflation sont restés faibles sur une période prolongée et, d'après les informations actuelles, ils devraient se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. Les projections macroéconomiques de septembre 2014 pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,6 % en 2014, de 1,1 % en 2015 et de 1,4 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014, cette projection d'inflation pour 2014 a été revue à la baisse, de 0,2 p.p., alors que les projections pour 2015 et 2016 sont restées inchangées.

Le Conseil des gouverneurs continuera à suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Dans ce cadre, il surveillera plus particulièrement les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des mouvements des taux de change et la transmission des mesures de politique monétaire précitées. Il est fermement déterminé à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation pour la zone euro à un niveau compatible avec l'objectif de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%.

2 Situation macroéconomique au Luxembourg

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2014 et sont disponibles sur son site Internet (communiqué de presse du 18 juillet 2014). Depuis lors et s'agissant du Luxembourg, il y a eu peu d'événements, d'informations ou de publications de données susceptibles de modifier fondamentalement le scénario macroéconomique.

Cependant, l'accroissement des tensions géopolitiques et le ralentissement de la croissance dans la zone euro sont de nature à peser sur les perspectives de croissance au Luxembourg.

La publication des comptes nationaux trimestriels pour le premier trimestre 2014 ne change pas fondamentalement nos projections de croissance, même si ces résultats semblent quelque peu plus favorables qu'anticipés en juin. La première estimation du PIB en volume pour le premier trimestre 2014 indique une hausse du PIB réel de 0,8% en glissement trimestriel. Par rapport au premier trimestre 2013, le PIB affiche une progression de 3,8%. Ces développements impliquent qu'à la fin du premier trimestre 2014 l'acquis de croissance atteignait 2,2%, alors que notre projection de juin pour l'année 2014 était de 2,7%.



La plupart des indicateurs conjoncturels, qu'ils soient relatifs au secteur financier ou non-financier, affichent une croissance positive au premier semestre 2014 par rapport à la même période de l'année précédente, ce qui suggère que la croissance en 2014 a une assise assez large. Le redressement le plus important s'observe pour l'industrie où la reprise de la production dans la sidérurgie a conduit à une progression moyenne proche de 8% au début de l'année. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail, y compris les ventes par correspondance, ainsi que la VNI des OPC se caractérisent par des taux de croissance élevés sur une période prolongée. La somme des bilans des banques, en recul depuis la fin 2011, semble avoir atteint un point de retournement début 2014. Le produit bancaire par contre a baissé de 3% au premier semestre 2014 par rapport à la même période de l'année précédente, ce qui tranche avec la forte progression de la VNI des OPC et est sans doute à mettre en relation avec les changements structurels dans le secteur bancaire.

Une revue plus complète des projections de croissance se fera après la publication de la 2e estimation des comptes nationaux annuels pour l'année 2013 ainsi que des premières données de comptabilité nationale portant sur le 2e trimestre 2014. Au Luxembourg, comme dans le reste de l'Union européenne, les données de la comptabilité nationale seront désormais compilées selon les normes du « Système européen des comptes 2010 » (SEC2010). Ce nouveau système résulte d'une refonte de la méthodologie du SEC1995. Il s'imposerait que tout impact sur les agrégats macroéconomiques résultant de l'adaptation de la méthodologie ou d'un reclassement statistique soit clairement indiqué et documenté de façon détaillée.

La poursuite graduelle de la croissance a eu des incidences positives sur le marché de l'emploi. L'emploi salarié, qui aurait progressé de 2,4% en glissement annuel en avril 2014, se situe sur un sentier de croissance légèrement plus favorable qu'anticipé en juin. Le recul du chômage partiel depuis la fin de l'année passée atteste également de la reprise économique, en particulier dans le secteur de l'industrie. Ces nouvelles, aussi favorables soient-elles, ne doivent en revanche pas occulter un problème majeur: le taux de chômage au sens strict demeure en effet à un niveau historiquement élevé de 7,3% en juillet. De plus, une personne sur 11 de la population active est soit au chômage, soit bénéficie d'une mesure pour l'emploi.

L'inflation régresse depuis le début de l'année 2011 et a atteint 0,6% en août, soit son niveau le plus bas depuis 2009. Des conditions météorologiques très favorables pendant l'hiver, des prix administrés peu dynamiques, ainsi qu'une absence de la pression à la hausse émanant des facteurs cycliques expliquent que les prix n'ont que peu progressé ces derniers mois. Selon les projections d'inflation, cette situation pourrait perdurer encore quelques mois avant que l'inflation ne rebondisse l'année prochaine en raison de l'accroissement des taux de la TVA. En août 2014, dans le cadre de l'exercice de projections macroéconomiques, la BCL a procédé à une mise à jour de ses projections. Le taux d'inflation moyen est projeté à 1% en 2014, ce qui correspondrait au niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro, hormis l'année 2009, et est projeté atteindre 2,6% pour les neuf premiers mois de l'année 2015. Par rapport à l'exercice de juin 2014, le scénario de l'inflation globale a été quelque peu revu à la hausse, essentiellement sur fond d'une révision à la hausse des hypothèses relatives au prix du pétrole en euros. Le paiement de la prochaine tranche indiciaire serait dû pour le premier trimestre de l'année 2015. Deux facteurs pourraient néanmoins favoriser un scénario d'inflation plus basse. D'une part, le taux d'inflation du mois d'août, publié après la finalisation des projections, a été plus bas qu'anticipé. D'autre part, les projections se basent sur l'hypothèse d'une transmission pleine de la hausse des taux de la TVA aux prix à la consommation. Une transmission plus graduelle, voire incomplète, ne peut cependant être exclue.



Pour l'année en cours, la dynamique conjoncturelle, assez favorable et supérieure à celle de la plupart des pays de la zone euro, est principalement imputable à deux facteurs. Premièrement, dans la foulée de la politique monétaire très accommodante de la BCE et d'autres banques centrales, la bonne tenue des marchés financiers a eu des incidences favorables sur le secteur financier et en particulier sur l'industrie des fonds d'investissement. Deuxièmement, malgré les effets de la crise financière et une croissance modérée depuis 2008, le Luxembourg a su éviter des déséquilibres macroéconomiques majeurs, même si les marges de manœuvre des différents secteurs ont été usées, voire épuisées.

Dans une approche prospective, cette analyse aboutit à plusieurs conclusions. 1) Le redressement des déséquilibres dans plusieurs pays de la zone euro et les ajustements du secteur financier vont inévitablement peser sur la dynamique de croissance au Luxembourg. Si l'expansion de l'activité n'est pas fondamentalement compromise, elle se fera toutefois à un rythme inférieur à celui connu avant la crise et ceci constitue un facteur qu'il convient d'intégrer dans tout plan d'action de moyen terme. 2) La dépendance de l'économie luxembourgeoise vis-à-vis du secteur financier demeure. Elle devient plus critique lors d'une période durant laquelle ce secteur subit des changements majeurs. 3) Si l'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs a été un atout en temps de crise, il convient de préserver cet acquis. La réduction du chômage et l'assainissement des finances publiques sont primordiaux pour restaurer des marges de manœuvre nécessaires. En matière de finances publiques, dans le cadre du Semestre européen 2014, le Conseil de l'UE a adressé début juillet une liste de recommandations au Luxembourg, dont celle de s'attacher à renforcer de manière significative sa stratégie budgétaire en 2015 afin d'atteindre l'objectif de moyen terme – un surplus budgétaire de 0,5% du PIB – et ensuite de le consolider. 4) L'émergence de nouveaux déséquilibres est également à éviter et il convient de s'attaquer avec détermination à des déficiences structurelles endogènes à l'économie luxembourgeoise. Il faut en effet rappeler que si la Commission européenne a conclu que le Luxembourg n'est pas dans un état relevant de la « procédure de déséquilibre macro-économique », elle a néanmoins retenu que la perte de compétitivité dans l'industrie manufacturière, l'évolution du marché immobilier et l'endettement élevé du secteur non-financier justifient un suivi continu.

3 Encadrés du Bulletin 2014/3

3.1 Le périmètre du secteur d'intermédiation du crédit hors système bancaire (*shadow banking*) au Luxembourg – Le cas des véhicules de titrisation

Dans le cadre du système bancaire parallèle (« *shadow banking* »), une longue chaîne d'intermédiaires financiers assure les fonctions des banques traditionnelles sans être assujettis aux mêmes contraintes réglementaires. Les véhicules de titrisation, qui assurent des fonctions de transformation de maturité et de liquidité dans le cadre de la chaîne d'intermédiation du crédit, sont une composante essentielle du *shadow banking*. L'encadré présente l'activité des véhicules de titrisation au Luxembourg et analyse le contenu en *shadow banking* de cette catégorie d'intermédiaires financiers à partir de la méthode retenue par la *Financial Stability Board* (FSB). Cette étude est basée sur les données compilées par la BCL et complétées, le cas échéant, par les informations contenues dans les comptes financiers disponibles auprès du registre du commerce et des sociétés.

3.2 Méthodologie de la balance des paiements et de la position extérieure : informations sur le passage au 6e Manuel du FMI

Au début du mois d'octobre 2014, la BCL et le STATEC ont publié les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure conformément aux normes de la 6e édition du « Manuel » de la Balance des Paiements (BPM6, acronyme de « *Balance of Payments Manual* », 6ème version). Ce manuel, publié en 2009 par le FMI, constitue une mise à jour méthodologique du manuel précédent, en vigueur depuis 1993. Le changement se fait parallèlement à l'adaptation des données de la comptabilité nationale aux normes du SEC2010 et va contribuer à réduire davantage les divergences entre les deux compilations de données. Les développements des échanges internationaux au cours des 20 dernières années, notamment la globalisation des processus de production, l'innovation financière, l'importance des actifs immatériels, le rôle croissant des technologies d'information et de la communication ont rendu une refonte méthodologique incontournable. L'encadré expose brièvement les modifications qui vont intervenir lors de l'enregistrement des différentes transactions dans le compte des biens et services, le compte des revenus, le compte capital et le compte financier de la balance des paiements.