

VUE D'ENSEMBLE

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


Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 13 décembre 2018.

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 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que ces taux d'intérêt directeurs resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé l'arrêt des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP) à la fin du mois de décembre 2018. Il a également annoncé qu'il entendait poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements effectués au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée suivant le début du relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Selon son appréciation, la vigueur sous-jacente de la demande intérieure continue de soutenir l'expansion de la zone euro et la hausse progressive des pressions inflationnistes bien que les données qui sont devenues disponibles ont été moins favorables que les anticipations. Le Conseil des gouverneurs continue à être confiant quant à la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif de l'Eurosystème au cours de la période à venir, cette convergence devant perdurer au-delà même de l'arrêt des achats nets d'actifs. Un niveau significatif de relance monétaire reste néanmoins nécessaire pour soutenir la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation globale à moyen terme. Ce soutien continuera d'être apporté par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements associés ainsi que par les indications concernant la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (forward guidance). En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments afin d'assurer le rapprochement durable de l'inflation vers son objectif.

En ce qui concerne les données les plus récentes, la croissance du PIB en volume de la zone euro en glissement trimestriel s'est établie à 0,2 % au troisième trimestre 2018, après des hausses de 0,4 % au cours des deux trimestres précédents. Les données et résultats d'enquêtes les plus récents ont été plus faibles qu'attendu, sous l'effet d'une diminution de la contribution de la demande extérieure et de certains facteurs spécifiques à quelques pays et secteurs. Bien que certains de ces facteurs devraient s'estomper, ces évolutions indiquent néanmoins un léger ralentissement à venir de la croissance. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2018, établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la hausse du PIB annuel en volume devrait s'élever à 1,9 % en 2018, 1,7 % en 2019 et 2020 puis à 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement revues à la baisse pour 2018 et 2019.




Selon le Conseil des gouverneurs, si les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés, la balance des risques, toutefois, évolue de manière défavorable, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste, des vulnérabilités des marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers. C'est cette même persistance des incertitudes liées à ces facteurs qui a motivé le Conseil des gouverneurs lors de sa récente réunion du 24 janvier à revoir à la baisse la balance des risques affectant les perspectives de croissance dans la zone euro.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro a ralenti à 1,9 % en novembre 2018, après s'être établie à 2,2 % en octobre, reflétant essentiellement la baisse des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait diminuer au cours des prochains mois. L'inflation sous-jacente reste globalement modérée, mais elle devrait se renforcer à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire, la croissance économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de décembre 2018, l'IPCH devrait croître de 1,8 % en 2018, 1,6 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,8 % en 2021. En comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2018, les perspectives de progression de l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2018 et à la baisse pour 2019.

Situation économique et financière au Luxembourg

Au Luxembourg, selon les estimations de la comptabilité nationale d'octobre 2018, la croissance du PIB en volume pour l'année 2017 aurait été de 1,5 %, après une hausse de 2,4 % l'année précédente. L'estimation du taux de croissance du PIB en volume a ainsi été révisée à la baisse, de 0,8 p.p. pour l'année 2017 et de 0,5 p.p. en moyenne sur la période 2014-2017. Ce niveau de croissance en 2017 se situe en-deçà des attentes de toutes les organisations internationales et nationales et paraît également surprenant au regard des développements d'autres indicateurs qui laissaient présager une évolution plus favorable de l'économie luxembourgeoise. Ces faibles taux de croissance seraient imputables à des opérations ponctuelles mais significatives de quelques entreprises multinationales. Eu égard au caractère provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux, susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

Au cours de l'année 2018, les évolutions conjoncturelles sont restées favorables. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble, la croissance résiliente, bien qu'en décélération, dans la zone euro et le maintien de la confiance à un niveau élevé des chefs d'entreprises dans le secteur manufacturier suggèrent une progression de l'activité dans tous les secteurs de l'économie. Les projections de la BCL de décembre 2018 sont assez proches de celles de juin 2018, mais ont été adaptées pour intégrer les évolutions récentes de l'environnement européen et international. Ces projections font état d'une progression du PIB réel en 2018 de l'ordre de 3,6 %, soit un niveau de croissance proche de la moyenne historique, mais en apparente accélération par rapport à l'estimation provisoire du PIB pour l'année 2017. Pour les années suivantes, la croissance de l'économie luxembourgeoise pourrait évoluer globalement au même rythme et s'établir à des niveaux proches de 3,4 % dans le contexte d'une modération de la croissance mondiale et d'une impulsion plus réduite en provenance des marchés boursiers. Compte tenu des hypothèses




techniques et de l'expansion attendue dans la zone euro, des effets positifs sur la croissance au Luxembourg devraient également se manifester au cours de la période de projection. Cependant, l'ampleur de ces effets positifs pourrait être moindre dans le sillage d'une orientation désormais à la baisse des risques affectant la croissance dans la zone euro. Dans l'ensemble, on peut s'attendre à la poursuite d'une croissance qui reste supérieure à la croissance de la zone euro et à la croissance de l'économie luxembourgeoise post-crise.

Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national a d'abord baissé puis accéléré depuis le 1er trimestre 2018 et s'est établi à 2,3 % en novembre 2018. Cependant, en moyenne, sur les onze premiers mois de l'année 2018, le taux d'inflation a été de 1,4 % et donc en recul par rapport au taux de 1,7 % enregistré en 2017. Ce recul de l'inflation a largement résulté d'une mesure gouvernementale changeant les modalités de remboursement des frais de crèche.

Selon les projections de la BCL, l'inflation serait de 1,5 % en 2018 et de 1,8 % sur les trois années suivantes. La dynamique des prix, telle qu'elle s'est manifestée au courant de l'année 2018, se renforcerait encore au cours des prochains mois avant de se réduire vers la mi-2019. Ce scénario est basé sur une modération de la contribution des prix de l'énergie dans le contexte du recul observé du prix du pétrole. L'inflation sous-jacente accélérerait fortement en 2019, soutenue par le paiement de la tranche indiciaire en août 2018 ainsi que par la fin de l'effet de base négatif lié à la mesure gouvernementale susmentionnée. Le maintien de l'inflation sous-jacente pour le reste de l'horizon de projection à un niveau proche de la moyenne historique s'inscrit dans un contexte de croissance économique, de progression de l'emploi, de recul du chômage, de hausse soutenue des salaires et d'une progression de l'inflation importée des pays limitrophes. En comparaison avec l'exercice de juin 2018, les projections d'inflation ont été revues légèrement à la hausse pour 2018 et sont restées inchangées pour 2019 et 2020. En fonction de ces prévisions, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour le quatrième trimestre 2019. La tranche indiciaire subséquente serait due pour le deuxième trimestre 2021.

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début octobre 2018 dans le cadre de la notification concernant les déficits excessifs, a enregistré un excédent pour l'année 2017 de 1,4 % du PIB. Selon les projections de la BCL, cet excédent devrait progressivement diminuer, à 1,0 % en 2020, avant de se redresser à 1,2 % en 2021. Au-delà des risques macroéconomiques habituels, ces projections sont entourées de deux incertitudes majeures. D'une part, un recours prolongé à des arriérés d'impôts, à l'instar de ce qui s'est produit en 2017, n'est pas intégré dans le scénario de base. Le cas échéant, le solde de l'administration centrale (et des administrations publiques) pourrait être meilleur qu'anticipé dans les projections de la BCL. D'autre part, ces projections ont été préparées selon un « scénario à politique budgétaire inchangée » pour l'ensemble de l'horizon de projection. Elles seront modifiées en fonction des mesures, sur les recettes et les dépenses, qui seront intégrées par le nouveau gouvernement dans son projet de budget 2019 qui devrait être déposé au début de l'année 2019.

Finalement, ce bulletin comprend cinq encadrés dédiés à des sujets spécifiques. Un premier encadré présente les résultats d'une enquête auprès des entreprises de l'Union européenne portant sur leurs pratiques de délocalisation et d'externalisation des activités de production et sur leurs décisions en matière de salaires et d'emploi. Le deuxième encadré apporte un éclairage sur



l'industrie des hedge funds au Luxembourg, leur cadre réglementaire, les statistiques disponibles et leurs principales stratégies d'investissement. Un troisième encadré analyse les perceptions et les anticipations des ménages résidents relatives à l'inflation telles qu'elles ressortent de l'enquête de conjoncture mensuelle auprès des consommateurs. Un quatrième encadré présente le rôle des biens immobiliers autres que la résidence principale dans le patrimoine brut des ménages résidents. Les données sous-jacentes sont issues de l'enquête de la BCL sur le comportement financier et de consommation des ménages luxembourgeois. Finalement, un cinquième encadré s'attache à l'analyse des révisions récentes apportées aux données de la comptabilité nationale.