

## VUE D'ENSEMBLE

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

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 14 juin 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 une évolution de l'inflation conforme aux anticipations actuelles d'un ajustement durable.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé la poursuite des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros jusque fin septembre 2018. Il prévoit que, si les données qui deviendront disponibles confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, le rythme mensuel des achats nets des actifs sera ensuite réduit, à 15 milliards d'euros, jusque fin décembre 2018, et que les achats nets arriveront alors à leur terme.

Le Conseil des gouverneurs s'est également déclaré prêt à poursuivre sa politique de réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance qui ont été acquis dans le cadre de l'APP. Cette politique de réinvestissement sera menée pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs 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, l'ensemble de ces décisions de politique monétaire préserve le degré élevé actuel d'assouplissement monétaire, nécessaire à la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation globale. Cet assouplissement monétaire élevé continuera d'être apporté par les achats nets d'actifs jusqu'à la fin de l'année, par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements y associés ainsi que par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs s'est également déclaré prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, en cas de besoin, pour assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif.

Le Conseil des gouverneurs a pris ces décisions à la suite d'une évaluation de la convergence de l'inflation vers son objectif et a conclu que les progrès accomplis en cette matière ont été substantiels. Alors que les anticipations d'inflation à long terme sont solidement ancrées, il a exprimé une confiance accrue que la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro et le maintien d'un degré élevé de soutien monétaire permettront la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % au cours de la période à venir, cette convergence devant perdurer au-delà même de la réduction progressive des achats nets d'actifs.

Cette évaluation et ces décisions de politique monétaire se basent en particulier sur les éléments suivants. La croissance du PIB en volume de la zone euro en glissement trimestriel s'est ralentie à 0,4 % au premier trimestre 2018, après 0,7 % lors des trimestres précédents. Ce taux d'expansion ainsi que les données les plus récentes, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, sont certes plus faibles, mais restent compatibles avec la poursuite d'une croissance économique solide et généralisée. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de juin 2018



établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'expansion du PIB annuel en volume devrait s'élever à 2,1 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2018, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2018 et demeurent inchangées pour 2019 et 2020. Selon le Conseil des gouverneurs, si les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent globalement équilibrés, les incertitudes liées à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, se sont renforcées.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est accélérée à 1,9 % en mai 2018, après 1,2 % en avril. Les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de leur niveau actuel jusqu'à la fin de l'année. Alors que l'inflation sous-jacente reste globalement modérée, elle a augmenté par rapport aux points bas passés. À l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer vers la fin de l'année en cours et ensuite progresser graduellement, soutenue par les mesures de politique monétaire. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de juin 2018, l'IPCH devrait croître de 1,7 % en 2018, 2019 et 2020. En comparaison avec les projections macroéconomiques de mars 2018, les perspectives de progression de l'IPCH ont été sensiblement révisées à la hausse pour 2018 et 2019, principalement en raison du renchérissement du pétrole.

### Situation économique et financière au Luxembourg

Au Luxembourg, selon l'estimation de la comptabilité nationale d'avril 2018, la croissance du PIB en volume pour l'année 2017 aurait été de 2,3 %, après une hausse de 3,1 % l'année précédente. Ce niveau de croissance se situe en deçà des attentes de toutes les organisations internationales et nationales et serait proche de celui de la zone euro alors qu'en général, la croissance au Luxembourg dépasse régulièrement et largement celle de la zone euro. Le taux de croissance relativement faible pour 2017 paraît aussi surprenant au regard des développements d'autres indicateurs qui laissaient présager une évolution plus favorable de l'économie luxembourgeoise. 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 début de l'année 2018, les évolutions conjoncturelles sont restées favorables. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble, la croissance robuste 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 juin 2018 confirment pour l'essentiel celles de décembre 2017 et font état d'une progression du PIB réel en 2018 de l'ordre de 3,9 %, soit un niveau de croissance proche de la moyenne historique, mais en apparence accélération par rapport à la première estimation du PIB pour l'année 2017. Pour l'année 2019, la croissance de l'économie luxembourgeoise pourrait décélérer à des niveaux proches de 3,6 % dans le contexte d'une stabilisation de la croissance mondiale et d'une impulsion plus réduite en provenance des marchés boursiers. Cependant, 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. Ceci explique la continuation d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et à la croissance luxembourgeoise post-crise.



Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national a ralenti depuis la mi-2017 et s'est établi à 1,1 % en moyenne sur les cinq premiers mois de l'année en cours. Ce recul de l'inflation a largement résulté, d'une part, d'une moindre contribution des prix de l'énergie et, d'autre part, d'une mesure gouvernementale changeant les modalités de remboursement des frais de crèche.

Selon les projections de la BCL, l'inflation serait de 1,4 % en 2018 et de 1,8 % en 2019. La dynamique des prix se renverserait en effet au cours des prochains mois et le taux d'inflation s'accélélerait. Ce scénario est basé sur une contribution plus importante des prix de l'énergie dans le contexte du rebond observé du prix du pétrole. L'inflation sous-jacente se rapprocherait de sa trajectoire historique en raison d'une conjoncture favorable, d'une hausse des salaires et d'une inflation importée plus élevées. En comparaison avec l'exercice de décembre 2017, les projections d'inflation ont peu changé pour les années 2018 et 2019.

Finalement, ce bulletin comprend deux encadrés dédiés à des sujets spécifiques. L'aversion des ménages luxembourgeois aux risques financiers est approfondie dans un premier encadré. L'estimation de la croissance potentielle et de l'écart de production au Luxembourg fait l'objet d'un deuxième encadré.