

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 à Vilnius le 6 juin 2019.

Tout d'abord, il a 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 désormais que ces taux d'intérêt directs resteront à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 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.

Ensuite, en ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il entendait poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements effectués au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs pendant une période prolongée suivant le début du relèvement des taux d'intérêt directs de l'Eurosystème et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a annoncé les modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III). Le taux d'intérêt de chaque opération sera égal au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sur la durée de chaque TLTRO, plus 10 points de base. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt sur la durée de l'opération, majoré de 10 points de base.

Selon son appréciation, la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la convergence durable de l'inflation n'est pas remise en cause par leurs éventuels effets secondaires sur l'intermédiation bancaire. Cependant, le Conseil continuera de surveiller étroitement le canal de transmission bancaire de la politique monétaire et d'étudier les arguments en faveur de mesures compensatrices.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que les informations les plus récentes signalent que les frictions au niveau mondial continuent d'affaiblir les perspectives de croissance de la zone euro. Les décisions de politique monétaire adoptées visent ainsi à apporter le soutien monétaire nécessaire pour que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Ces mesures permettent de conserver des conditions financières très favorables, soutenant l'expansion de la zone euro, l'accroissement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, l'évolution de l'inflation globale à moyen terme. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs a déclaré être déterminé à agir en cas d'évolutions défavorables et de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à 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 0,4 % au premier trimestre 2019, après une hausse de 0,2 % au trimestre précédent. Les données et résultats d'enquêtes les plus récents laissent cependant entrevoir un léger ralentissement de la croissance aux deuxième et troisième trimestres de cette



année. Ce ralentissement découle de l'atonie qui caractérise actuellement les échanges commerciaux dans un contexte d'incertitudes mondiales prolongées pesant, notamment, sur le secteur manufacturier de la zone euro. Selon les projections macroéconomiques de juin 2019, établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la hausse du PIB annuel en volume devrait s'élever à 1,2 % en 2019, puis à 1,4 % en 2020 et 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2019, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement revues à la hausse pour 2019 et à la baisse pour 2020 et 2021.

Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés à la baisse en raison du maintien prolongé des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités dans les marchés émergents.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro a ralenti à 1,2 % en mai 2019, après s'être établie à 1,7 % en avril, reflétant essentiellement une hausse plus faible des prix de l'énergie et des services. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait ralentir au cours des prochains mois, avant d'accélérer à nouveau vers la fin de l'année. 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 et le renforcement de la hausse des salaires. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de juin 2019, l'IPCH devrait croître de 1,3 % en 2019, de 1,4 % en 2020 et de 1,6 % en 2021. En comparaison avec les projections macroéconomiques de mars 2019, les perspectives de progression de l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2019 et à la baisse pour 2020.

Situation économique et financière au Luxembourg

Au Luxembourg, selon les estimations de la comptabilité nationale d'avril 2019, la croissance du PIB en volume pour l'année 2018 aurait été de 2,6 %, après une hausse de 1,5 % l'année précédente. Les données antérieures n'ont pas été révisées. Eu égard au caractère provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation de cette version des comptes nationaux, susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures. Rappelons que la publication en octobre 2018 des données de la comptabilité nationale pour l'année 2017 contenait la précision que la croissance économique des années récentes était impactée négativement par une incidence à la baisse des activités de certaines entreprises multinationales. Depuis lors, ces explications n'ont pas été détaillées davantage. De manière générale, les informations fournies ne permettent guère à un observateur externe, même averti, de se forger une image claire sur l'état et l'évolution de l'économie luxembourgeoise.

Les évolutions conjoncturelles durant le premier semestre de l'année en cours ont été mitigées. Le marché du travail atteste d'une croissance robuste dans l'ensemble de l'économie, mais, l'emploi n'a plus accéléré et le taux de chômage n'a plus baissé. Dans le contexte d'une croissance hésitante dans la zone euro, les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie luxembourgeoise se sont dégradés ces derniers mois, tout en restant à des niveaux proches de leurs moyennes historiques. La contribution du secteur financier à la croissance économique pourrait être plus modérée que durant les années précédentes. Malgré la hausse des marchés boursiers, l'augmentation annuelle de la valeur nette d'inventaire des OPC est restée en-deçà des taux observés en 2018. Le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit montre un léger recul des principaux postes de revenus au premier trimestre.



Les projections de la BCL de juin 2019 ont été adaptées sur la base de ces évolutions conjoncturelles et au vu de l'évolution moins favorable de l'environnement européen et international. Ces projections font état d'une progression de l'ordre de 2,6 % du PIB réel en 2019, soit un niveau de croissance en-dessous de la moyenne historique, mais en apparente stabilisation par rapport à l'estimation provisoire du PIB pour l'année 2018. L'expansion attendue dans la zone euro devrait ensuite donner lieu à des effets positifs sur la croissance au Luxembourg au cours de la période de projection. Cependant, l'ampleur de ces effets positifs pourrait s'affaiblir dans le sillage d'une orientation désormais à la baisse des risques affectant la croissance de la zone euro. La croissance de l'économie luxembourgeoise pourrait ainsi légèrement accélérer et atteindre environ 3,1 % en 2020 et 2021. Ces projections de croissance ont été revues à la baisse, essentiellement à la suite de la prise en compte des données de la comptabilité nationale.

Au cours des cinq premiers mois de 2019, le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national s'est établi à 2,1 %, soit au-delà du niveau moyen de 1,5 % en 2018. Selon les projections de la BCL, l'inflation serait de 1,8 % en 2019 et de 1,7 % sur les deux années suivantes. La dynamique des prix, telle qu'elle s'est manifestée récemment, se réduirait à partir de la deuxième moitié de cette année. 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. La forte accélération de l'inflation sous-jacente en 2019 et son maintien à un niveau proche de la moyenne historique pour le reste de l'horizon de projection 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 décembre 2018, les projections de l'inflation globale sont restées inchangées pour l'année 2019 et elles ont été légèrement abaissées pour les années 2020 et 2021. Ces adaptations s'expliquent principalement par une révision à la baisse des hypothèses sur le prix du pétrole en euros et par l'incidence à la baisse résultant de l'introduction de la gratuité des transports publics en mars 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 pour l'année 2018 a dégagé un excédent de 2,4 % du PIB. Selon les projections de la BCL, cet excédent devrait progressivement diminuer, passant de 1,4 % en 2019 à 1,0 % en 2021. Ces projections intègrent les mesures, tant sur le volet des recettes que sur le volet des dépenses, incluses dans les documents budgétaires votés par le Parlement le 25 avril 2019. Dans leur ensemble, ces mesures, selon les estimations de la BCL, auraient une incidence à la baisse sur le solde budgétaire des administrations publiques de 0,5 % du PIB en 2019, de 0,7 % en 2020 et de 0,8 % en 2021. Selon nos projections, le ratio de dette publique devrait diminuer de 21,4 % du PIB en 2018 à un niveau inférieur à 20 % du PIB en 2021.

Finalement, ce bulletin comprend trois encadrés dédiés à des sujets spécifiques. Un premier encadré s'attache à analyser le comportement des ménages-locataires, les raisons de leur choix pour la location et les projets pour devenir propriétaires. Les données sous-jacentes sont issues de l'enquête de la BCL sur le comportement financier et de consommation des ménages luxembourgeois. Le deuxième encadré apporte un éclairage sur l'activité des fonds de prêts au Luxembourg. Ces fonds sont des intermédiaires financiers dont l'activité consiste à octroyer et/ou à acquérir des crédits, essentiellement de sociétés non financières. Comme ils exercent un rôle croissant dans le financement de l'économie réelle, leur développement a des conséquences pour le suivi des développements de crédit et des activités du système bancaire parallèle. Finalement, un troisième encadré présente une révision à la baisse des estimations de la croissance potentielle du Luxembourg et une actualisation de son écart de production.