



CHAMBRE DES DÉPUTÉS  
GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG

Session ordinaire 2021-2022

CS/PK

P.V. FI 06

## Commission des Finances et du Budget

### Procès-verbal de la réunion du 11 novembre 2021

#### Ordre du jour :

Entrevue avec le Président de la Banque centrale du Luxembourg au sujet de la politique monétaire de la Banque centrale européenne dans le contexte actuel

\*

Présents : M. Guy Arendt, M. Carlo Back (remplaçant Mme Josée Lorsché), M. André Bauler, M. Gilles Baum, M. Dan Biancalana, M. Sven Clement, M. Georges Engel, Mme Martine Hansen, M. Fernand Kartheiser, M. Charles Margue (remplaçant M. François Benoy), M. Laurent Mosar, M. Gilles Roth

M. Gaston Reinesch, Président de la Banque centrale du Luxembourg  
M. Patrick Lünnemann, de la Banque centrale du Luxembourg

Mme Cristel Sousa, de l'Administration parlementaire  
*M. Michael Borges, de l'Administration parlementaire (Service des Relations publiques)*

Excusés : M. François Benoy, Mme Josée Lorsché

\*

Présidence : M. André Bauler, Président de la Commission

\*

**Entrevue avec le Président de la Banque centrale du Luxembourg au sujet de la politique monétaire de la Banque centrale européenne dans le contexte actuel**

Monsieur le Président de la Commission des Finances et du Budget, André Bauler (DP), prend la parole pour remercier tout d'abord le Président de la Banque centrale du Luxembourg (BCL) pour sa disponibilité de venir s'échanger avec les membres de la Commission sur le contexte actuel de l'inflation et de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE). Alors qu'au plus haut de la crise sanitaire liée à la pandémie Covid-19 certains pays craignaient que la désinflation se renforce et se transforme en une vraie déflation, force est de constater aujourd'hui que la tendance s'est inversée et que le taux d'inflation connaît une progression constante. Monsieur Bauler indique, à titre d'exemple, que l'Allemagne connaît actuellement un taux d'inflation d'environ 5%. Selon l'Institut national de la statistique et des études économiques (STATEC) le taux d'inflation annuel du Luxembourg s'est élevé à 3,6% en octobre 2021, soit à un niveau dépassant l'objectif poursuivi par la BCE. Au vu de ce qui précède, Monsieur Bauler pose les questions qui suivent :

- Est-ce que la tendance inflationniste actuelle est un phénomène temporaire ou a vocation à se maintenir dans les mois voire années qui suivront ?
- Est-ce que les pays qui disposent d'un système d'indexation automatique des traitements et des salaires au coût de la vie risquent de faire face à un effet d'entrainement ?
- Quels sont les facteurs à la base de la tendance inflationniste actuelle ?
- Quelle est la position de la BCE par rapport à la tendance inflationniste actuelle et est-ce qu'elle envisage des ajustements de sa politique monétaire ?

Le Président de la BCL explique que la crise sanitaire a provoqué en 2020 un choc qui paralysait l'économie et le commerce à l'échelle mondiale. La zone euro faisait face à une contraction économique d'une ampleur et d'une rapidité jamais vues en temps de paix. D'un côté, la pandémie perturbait les chaînes d'approvisionnement et ralentissait la production. De l'autre côté, le choc réduisait la demande à travers l'incidence des mesures de confinement nécessaires et la détérioration de la situation de l'emploi. Le taux d'inflation avait diminué suite à la chute du prix du pétrole et s'est encore atténué sous l'effet de la faible demande. L'incertitude concernant l'ampleur des retombées économiques était fort élevée, déclenchant une volatilité élevée des marchés financiers et des mouvements de « *dash for cash* ». La propagation du coronavirus et le confinement avaient exercé d'énormes tensions sur les marchés financiers de la zone euro, les rendements souverains à long terme avaient augmenté dans un contexte de volatilité et le prix des actifs risqués avait diminué. Au vu de l'importance de son secteur financier, le Luxembourg a également connu des défis, notamment liés au secteur des fonds d'investissement.

Déterminé à soutenir l'économie et la stabilité financière, en mars 2020, le Conseil des gouverneurs s'était engagé à assurer que l'ensemble des acteurs économiques (y compris les ménages, les sociétés non-financières, les banques et les gouvernements) puissent bénéficier de conditions de financement favorables. Afin de favoriser les conditions de liquidité et de préserver la fluidité de la fourniture de crédit à l'économie réelle, le Conseil des gouverneurs a pris plusieurs mesures, telles que le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) dont l'enveloppe s'élève actuellement à 1.850 milliards d'euro.

Les mesures ambitieuses adoptées par le Conseil des gouverneurs ont contribué à calmer les marchés et à éviter une crise financière, ce qui, par ricochet, a été particulièrement bénéfique pour l'économie luxembourgeoise de par l'importance relative des activités financières.<sup>1</sup> Grâce à ces mesures (conjuguées aux mesures sans précédent prises par les gouvernements nationaux et les institutions européennes), au cours des derniers mois l'économie s'est redressée plus rapidement que prévu au début de la crise sanitaire. Force est de constater aujourd'hui que l'offre n'a pas pu réagir à la forte demande, notamment en raison de goulets d'étranglement persistants. Cette disparité entre l'offre et la demande a causé une hausse des prix. Le prix de l'énergie a progressé substantiellement en 2021. Par conséquent, certains pays font actuellement face à des taux d'inflation élevés, phénomène qui, il y a un an, était impossible de prévoir.

Le Conseil des gouverneurs est d'avis que la poussée inflationniste actuelle est, en premier lieu et à l'heure actuelle, un phénomène transitoire. En effet, au fur et à mesure que les problèmes liés à la production/livraison vont se résoudre, l'offre devrait se rétablir progressivement. De plus, des effets de base (liés à la restitution du taux TVA en Allemagne en janvier 2021, par exemple) ne vont plus surestimer le taux d'inflation publié. Toutefois, il

---

<sup>1</sup> En outre, des réflexions sont actuellement menées au sein du Comité européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board*) et du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*) pour renforcer la supervision et la réglementation des fonds du marché monétaire (*money market funds*).

s'agit de ne pas négliger que le taux d'inflation devrait rester élevé de manière plus persistante, notamment si la zone euro devait faire face à d'éventuels effets de second tour résultant, parmi d'autres, de l'indexation ou de l'augmentation des salaires plus élevée.

De nouvelles projections macroéconomiques seront publiées en décembre 2021, couvrant les années 2022 - 2024. De ces projections, dépendront les mesures futures de la politique monétaire, y compris la date d'arrêt des mesures exceptionnelles prises en 2020, telles que le PEPP.

Le Président de la BCL constate qu'une politique monétaire accommodante pourrait contribuer à l'apparition d'effets secondaires (tels qu'une envolée des cours boursiers et une hausse des prix de l'immobilier), mais ceux-ci sont secondaires à la lumière des effets désastreux qu'une crise financière et/ou un scénario déflationniste aurait pu susciter.

Pour ce qui concerne les risques provenant de la hausse des prix immobiliers, le Président de la BCL renvoie aux travaux du Comité du Risque Systémique (CdRS), dont la mission consiste en la mise en œuvre de la coordination de la politique macroprudentielle au Luxembourg. Même si la politique monétaire a contribué en partie à la forte croissance des prix de l'immobilier, les États membres de la zone euro n'ont néanmoins pas été impactés de la même façon. L'envergure avec laquelle les prix de l'immobilier se sont accentués au Luxembourg depuis au moins les deux dernières décennies, ne peut pas principalement être attribuée à la politique monétaire. Le secteur immobilier fait plutôt face à des problèmes structurels domestiques, reflétant un déficit persistant au niveau de l'offre de constructions/terrains à bâtir. L'offre insuffisante, combinée avec des mesures politiques qui ont renforcé la demande, est la raison principale de la forte hausse des prix de l'immobilier au Luxembourg.

\*

Monsieur le Président de la Commission des Finances et du Budget, André Bauler (DP), prend la parole et rend attentif à une citation de Monsieur Philip Lane, Membre du Directoire de la Banque centrale européenne (BCE) : « *Inflation is unexpectedly high at the moment, but we do think it is going to fall next year. And if we look at the situation over the medium term, the inflation rate is still too low, below our 2 per cent target, not too high.<sup>2</sup>* »

Le Président de la BCL explique que l'affirmation de Monsieur Lane correspond aux vues de la grande majorité des membres du Conseil des gouverneurs. Le maintien de cette position dépendra, parmi d'autres, des nouvelles projections macroéconomiques pour les années 2022 - 2024, qui seront publiées en décembre 2021.

Monsieur le Député Laurent Mosar (CSV) intervient pour exprimer tout d'abord son accord avec la majorité des analyses du Président de la BCL. Il aimeraient ensuite connaître les vues du Président de la BCL relatives aux sujets qui suivent :

- Selon l'orateur, il est important de ne pas sous-estimer l'impact de l'environnement des taux d'intérêt bas. D'une part, ils grèvent de plus en plus les résultats du secteur bancaire et, d'autre part, ils provoquent une réticence de la part des épargnants à déposer de l'argent sur leur compte bancaire par peur de devoir payer des intérêts négatifs. Monsieur Mosar explique que certaines entreprises vont même à ne pas exiger dans l'immédiat le paiement de certaines factures, par crainte de devoir payer des intérêts négatifs sur les montants perçus par leurs clients. Selon l'orateur, il faut réfléchir sur la question de savoir comment il sera possible de mobiliser ces montants vers des investissements autres qu'immobiliers (par exemple l'économie réelle).

---

<sup>2</sup> Interview avec Philip R. Lane, Membre du Directoire de la Banque centrale européenne, Lluís Pellícer, 3 novembre 2021

- Monsieur Mosar note que la Présidente de la BCE avait annoncé que la politique monétaire devrait elle-aussi contribuer à atteindre l'objectif de neutralité carbone d'ici 2050. Or, le statut de la BCE ne prévoit pas un tel mandat. Monsieur Mosar se demande si une révision de la stratégie de la BCE allant dans ce sens pourrait constituer un précédent risqué pour la BCE et sa mission définie dans les traités européens.

Aux questions de Monsieur Mosar, le Président de la BCL explique que l'objectif des taux d'intérêt bas est de soutenir les conditions de financement, de contribuer à maintenir le flux de crédit aux ménages et aux entreprises ainsi qu'à la relance de l'économie et de sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme.

Si les banques paient des taux négatifs sur certains dépôts détenus auprès des banques centrales nationales, les réserves obligatoires ainsi qu'une partie de l'excédent de liquidité des établissements de crédit (à savoir six fois les réserves obligatoires) ne sont pas soumises au taux négatif de la facilité de dépôt (actuellement de -0.5%). La partie non soumise au taux négatif est actuellement rémunérée au taux de 0%.

En outre, il est très important de le noter, dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO), les établissements de crédit peuvent emprunter des liquidités à des taux d'intérêt négatifs et, en partie, inférieure (jusqu'à -50 points de base) même au taux négatif de la facilité de dépôt. Autrement dit, elles peuvent emprunter à -1% pour payer un taux de -0.5%, ce qui économiquement constitue un subside aux banques de +0.5%.

En réponse à la deuxième question, le Président de la BCL explique que le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne prévoit que l'objectif principal de la BCE est de maintenir la stabilité des prix<sup>3</sup>. Dans le cadre de sa nouvelle stratégie de politique monétaire approuvée en juillet 2021, le Conseil des gouverneurs estime que viser un objectif d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix. Ceci dit, le Conseil des gouverneurs s'engage, dans le cadre de son mandat, à veiller à ce que l'Eurosystème prenne pleinement en compte, l'incidence du changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone sur la politique monétaire et les activités de banque centrale. En juillet 2021, le Conseil des gouverneurs a approuvé un plan d'action ambitieux sur le changement climatique. Le Conseil des gouverneurs intègre l'ensemble des facteurs liés au climat dans ses évaluations de la politique monétaire. De plus, il révisera son cadre opérationnel de politique monétaire quant à la publication d'informations, l'évaluation des risques, les achats d'actifs du secteur des entreprises et le dispositif de garanties.

Monsieur le Député Sven Clement (Piraten) prend ensuite la parole pour poser les questions suivantes :

- Quelle est la différence entre l'inflation qui est mesurée par la BCE pour la mise en œuvre de sa politique monétaire et l'inflation qui est ressentie au niveau de l'économie réelle et des ménages ? Quels sont les facteurs principaux à la base de l'évolution du taux d'inflation actuel ?
- Comment la BCL évalue-t-elle la mesure macroprudentielle prise par la CSSF sur base d'une recommandation du Comité du Risque Systémique (CdRS), consistant à limiter

---

<sup>3</sup> Article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne

les crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg<sup>4</sup> ?

Monsieur le Député Fernand Kartheiser (ADR) intervient pour faire part des remarques qui suivent :

- Au vu des divergences qui existent entre les États membres européens en termes de moyens d'action de la BCE, il aimeraient savoir si le Conseil des gouverneurs peut encore être suffisamment réactif et parvenir à un consensus rapidement dans le cas où le taux d'inflation viendrait à s'accroître substantiellement.
- L'orateur met ensuite en évidence que la BCE a acheté des titres en masse, dont notamment des titres de dette publique et des actifs d'entreprises. Il souhaite savoir quand est-ce qu'il sera possible de mettre fin à ces programmes qui pèsent substantiellement sur le bilan de la BCE.
- Enfin, Monsieur Kartheiser est d'avis qu'il y a lieu de revoir la situation des balances des banques centrales participant au système TARGET 2<sup>5</sup>. Selon l'orateur, il faudrait régulièrement procéder à des rééquilibrages des positions afin d'éviter que les pays de la zone euro cumulent d'importants soldes négatifs ou positifs.

À la première question de Monsieur Clement, le Président de la BCL explique qu'en juillet 2021 le Conseil des gouverneurs a confirmé que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste la mesure appropriée pour déterminer si l'objectif de stabilité des prix est rempli. Le taux d'inflation IPCH est un concept statistique compilé par Eurostat sur base de données recueillies par les instituts de statistique des États membres. Le taux d'inflation est une moyenne pondérée représentative en termes macroéconomiques, mais ne reflète pas l'évolution du coût de la vie des ménages individuels ou de certains groupes de personnes (les personnes plus âgées ou les plus jeunes, par exemple). Le Conseil des gouverneurs a estimé qu'il serait approprié d'inclure les coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH. L'indice de l'IPCH relevant de la seule compétence d'Eurostat, le Conseil des gouverneurs a contacté Eurostat pour aller dans cette direction.

À la deuxième question de Monsieur Clement, le Président de la BCL explique que les mesures macroprudentielles prises au Luxembourg ont été en partie décidées par le Conseil de résolution unique (*Single Resolution Board*). Pour plus de détails, il propose à la commission parlementaire d'en discuter avec Monsieur le Ministre des Finances qui préside le CdRS.

Aux interrogations de Monsieur Kartheiser, le Président de la BCL répond que les positions des banques dans le système TARGET 2 ne poserait problème que dans le cas théorique où un État membre quitterait la zone euro. En ce qui concerne la réactivité du Conseil des gouverneurs en cas d'urgence, les décisions prises sont basées sur une évaluation

<sup>4</sup> Une limite maximale de 80% a été fixée pour le rapport entre la somme de tous les prêts ou tranches de prêts garantis par l'emprunteur concernant un bien immobilier résidentiel au moment du montage du prêt et la valeur du bien à ce même moment (rapport Loan-To-Value, « rapport LTV »). Cette limite s'applique également aux crédits immobiliers sur des biens destinés à la location (« buy-to-let »). Concernant la résidence principale de l'emprunteur, la limite maximale a été portée à 90% pour le rapport LTV. Concernant les primo-acquéreurs d'une résidence principale, la limite maximale a été portée à 100% pour le rapport LTV. (Pour plus d'informations voir Règlement CSSF N° 20-08 du 3 décembre 2020 fixant des conditions pour l'octroi de crédits relatifs à des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg et Recommandation du Comité du Risque Systémique CRS/2020/005 (<http://cdrs.lu/recommandations-avis-et-alertes/>)

<sup>5</sup> TARGET 2 est un système de paiement appartenant à l'Eurosystème, qui en assure le fonctionnement. Il s'agit de la principale plate-forme européenne de traitement des paiements de montant élevé, utilisée à la fois par les banques centrales et les banques commerciales pour exécuter les paiements en euros en temps réel.

(Source : <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/target2.fr.html>)

approfondie fondée sur les données. À la deuxième question de Monsieur Kartheiser, le Président de la BCL précise que si, dans le cadre du PEPP ou le programme d'achats d'actifs (APP), une banque centrale achète des titres de l'État dans lequelle elle est établie elle assumera la totalité du risque lié à ces titres (*no risk-sharing*).

Luxembourg, le 4 février 2022

**Procès-verbal approuvé et certifié exact**