

EDITORIAL


Globalement, l'orientation actuelle de la politique monétaire reste accommodante dans la zone euro. Cette orientation, de même que la fourniture de liquidité et les modes d'adjudication, seront ajustés en fonction de la situation, en tenant compte du fait que les mesures non conventionnelles adoptées au cours de la période de vives tensions sur les marchés financiers sont de nature temporaire. Le Conseil des gouverneurs continuera donc de suivre très attentivement l'ensemble des évolutions au cours de la période à venir.

Au Luxembourg, la croissance du PIB en volume devrait selon la BCL s'établir entre 3,5 et 4,1 % en 2010, soit davantage que prévu en juin dernier. Il convient cependant de ne pas se méprendre sur cet ajustement à la hausse, qui est d'ailleurs en partie imputable aux révisions des données officielles de 2009. La BCL anticipait en juin la survenue d'un essoufflement conjoncturel pour la mi-2010. Elle escompte toujours un ralentissement, qui est simplement différé au tournant de l'année 2010/2011. La croissance serait en repli en 2011 et 2012, pour osciller aux alentours de 3 %. Encore convient-il de mentionner que ces projections comportent un risque majeur. Elles n'intègrent en effet pas l'ensemble des mesures d'assainissement budgétaire devant être adoptées par nos principaux partenaires commerciaux, les projections ne considérant que les mesures actuellement bien identifiées et dont la mise en œuvre est raisonnablement probable. Cet inévitable effort additionnel de consolidation budgétaire va déprimer la demande externe adressée au Luxembourg et, partant, la croissance économique.

De surcroît, la Place financière connaît des mutations dans le sillage de la crise et une régulation accrue du secteur financier est en préparation. La portée exacte de ces mutations et a fortiori leur impact sur la croissance économique sont imprécis à ce stade. Un élément aussi tangible que les comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois n'incite en tout cas guère à l'optimisme. Au cours des neuf premiers mois de l'année, ces établissements ont en effet enregistré un résultat avant provisions en baisse de 19,6 % par rapport à la période correspondante de 2009, le produit bancaire affichant quant à lui un recul de près de 10 %.

Plus généralement, il est illusoire de s'attendre au retour à une trajectoire de croissance de 4 % l'an, qui constitue un seuil minimal à atteindre pour assurer l'équilibre des comptes sociaux. Le Luxembourg s'est résolument déconnecté de cette trajectoire au cours des années récentes. Le PIB en volume a en effet diminué de 3 % entre le second trimestre 2008 et le trimestre correspondant de 2010, soit en l'espace de deux années. Il s'agit là d'un écart de quelque 11 % par rapport à une croissance tendancielle de 4 %. Cet écart ne pourra vraisemblablement être résorbé et est même mécaniquement voué à s'accroître en cas de croissance future inférieure à 4 % l'an. Le Luxembourg a certes connu une croissance moyenne supérieure au seuil des 4 % de 1980 à 2007. Cependant, cette évolution favorable a dans une large mesure reposé sur un secteur financier extrêmement dynamique. Or les évolutions récentes incitent pour le moins à douter d'un renouvellement de ce « miracle financier » au cours des années à venir.

Les services non financiers, qui sont fortement tributaires du secteur financier, en seront à leur tour affectés. Par ailleurs, les secteurs fortement exposés à la concurrence internationale, tels que l'industrie manufacturière, subiront l'impact de la dérive de notre compétitivité. La forte croissance observée à partir



de 1983 a été confortée par l'important effort de maîtrise des coûts internes mis en œuvre dès le début des années quatre-vingt. Or l'appréciable gain de compétitivité qui a résulté de cet effort d'encadrement des coûts s'est volatilisé voire même inversé par la suite, comme l'atteste la forte augmentation des coûts salariaux unitaires observée depuis la fin des années quatre-vingt-dix par rapport à nos principaux partenaires commerciaux. Cette dérive reflète en partie une productivité peu dynamique. Elle résulte également d'une inflation systématiquement plus forte que dans les pays limitrophes ou dans la zone euro, en raison notamment d'un mécanisme d'indexation transmettant automatiquement ces dérapages inflationnistes à la grille salariale. La dégradation afférente de notre compétitivité handicape l'industrie manufacturière, dont la part dans la valeur ajoutée a diminué de moitié de 1998 à 2009. Je serais tenté d'évoquer une «Dutch disease» à la Luxembourgeoise dans un tel contexte.

Seuls une restauration de la compétitivité de notre économie et un redressement de la productivité du facteur travail permettraient d'endiguer la progression tendancielle du chômage. La récente crise a de nouveau mis en lumière l'existence d'un chômage structurel croissant, touchant en particulier les chômeurs âgés et possédant un niveau de qualification inférieur. Cette situation était moins apparente avant la crise, car elle était partiellement masquée par une croissance économique élevée. Le Luxembourg ne pourra cependant plus compter sur cet amortisseur à l'avenir, ce qui souligne la nécessité d'un meilleur encadrement de l'évolution de l'inflation et des coûts salariaux et d'une politique d'éducation et de formation plus efficace.

Il est regrettable que le gouvernement se soit jusqu'à présent contenté de demi-mesures en la matière. Il s'est par exemple cantonné à repousser en octobre le paiement de la prochaine tranche indiciaire, ce qui ne permet de gagner qu'une poignée de mois. L'impact sur les coûts salariaux moyens peut être estimé à 0,6% en 2011 et il s'évaporerait de surcroît en 2012. Une action d'encadrement des coûts autrement plus décisive s'impose, d'autant que les projections d'inflation de la BCL laissent augurer de nouveaux dérapages inflationnistes dans un futur proche, tant par rapport aux pays limitrophes qu'à l'aune de la zone euro.

Les finances publiques constituent l'autre grand problème structurel du Luxembourg. Le gouvernement avait pris conscience de la nécessité d'un assainissement budgétaire conséquent dans la 11^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg. Etaient alors mentionnées des économies cumulées de l'ordre de 3,4% du PIB d'ici 2014. Cependant, une évolution plus favorable que prévu des recettes publiques sur le court terme a déjà incité les Administrations publiques à relâcher leurs efforts, comme l'atteste le démantèlement graduel du programme de consolidation budgétaire présenté par le Premier Ministre en mai 2010.

Il est extrêmement périlleux de baser une politique budgétaire sur des inflexions à court terme, aussi favorables soient-elles. D'une part, le contexte économique est toujours empreint d'incertitudes au présent stade. D'autre part, le Luxembourg sera plus que tout autre pays européen confronté à des transferts sociaux croissants au cours des prochaines décennies. Il risque au surplus d'être confronté à un étiolement graduel de certaines recettes, notamment les recettes liées au «Tanktourismus», les impôts des sociétés et la «TVA électronique». Une simulation à long terme élaborée par la BCL sur ces prémisses montre que l'effort d'assainissement ne doit nullement marquer le pas, bien au contraire. Le Luxembourg

devrait en guise d' « objectif budgétaire à moyen terme » tendre vers un surplus structurel de l'ordre de 1 % du PIB dès 2015. En outre, des réformes structurelles de la sécurité sociale s'imposent dans les meilleurs délais, faute de quoi nos finances publiques finiront inévitablement par s'enliser.

Un effort reposant sur une hausse de la pression fiscale doit être évité en raison de son impact dommageable sur une économie très ouverte, où la pression fiscale est au demeurant plus élevée que communément admis. L'effort de consolidation budgétaire doit en conséquence s'opérer sur le versant des dépenses, idéalement sous la forme d'une norme instaurant un plafonnement de ces dernières. Une telle norme s'impose d'autant plus que l'évolution « spontanée » des dépenses s'est avérée extrêmement élevée au cours de la dernière décennie. Ainsi, les dépenses publiques luxembourgeoises ont connu une progression moyenne deux fois plus élevée que dans la zone euro de 2001 à 2009, alors qu'elles atteignaient déjà un niveau très élevé en comparaison internationale.

Le suivi du respect de la norme de dépenses pourrait être assuré par une instance budgétaire indépendante, également chargée d'aspects tels que la coordination des projections de recettes publiques. Une telle instance s'inscrirait résolument dans le sens des recommandations du groupe Van Rompuy sur la gouvernance au niveau européen et de la Cour des Comptes luxembourgeoise. Dans un récent rapport spécial « concernant la qualité de la planification des recettes fiscales », cette dernière met en exergue l'utilité d'un « comité de prévision » des recettes.

La consolidation budgétaire doit survenir dans les meilleurs délais, car l'effort d'ajustement sera d'autant plus douloureux qu'il sera tardif. Il s'agit là d'une réalité arithmétique et non d'une profession de foi. Les indicateurs budgétaires plus favorables qu'escompté à court terme ne justifient aucun laxisme en la matière – d'autant que les simulations de la BCL reprises dans son avis sur le projet de budget 2011 prennent en compte cette embellie. La situation budgétaire d'une économie ouverte comme celle du Luxembourg peut rapidement se dégrader faute d'une vigilance suffisante, comme l'indique la situation de l'Irlande. A la faveur notamment d'une croissance économique durablement élevée, en moyenne supérieure à 5 % l'an de 1980 à 2007, ce pays était parvenu à ramener sa dette publique à 25 % du PIB en 2007. Or le ratio de la dette publique irlandaise s'établirait selon la Commission européenne à 97 % du PIB à la fin de cette année 2010. Je suis convaincu que l'Irlande parviendra à s'extirper de ces difficultés, mais cette situation aura exigé la mise en œuvre d'un assainissement budgétaire très conséquent dans une situation d'urgence. Nos décideurs seraient bien avisés de prévenir tout risque en la matière, en renforçant au plus vite les fondamentaux de l'économie luxembourgeoise.

Yves Mersch