



2 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE  
INTERNATIONAL

28

## L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

A la faveur notamment de politiques monétaires et budgétaires accommodantes, l'économie mondiale a renoué avec la croissance en 2010, après avoir connu en 2009 la récession la plus sévère depuis la Seconde Guerre mondiale.

L'évolution récente des principaux indicateurs économiques mondiaux met en exergue une activité économique relativement soutenue en ce début d'année 2011. La dynamique de l'économie mondiale devrait par ailleurs bénéficier durant l'année en cours des nouveaux stimuli fiscaux aux Etats-Unis. Ces effets positifs devraient cependant être contrebalancés par la mise en œuvre de politiques budgétaires plus rigoureuses dans nombre de pays industrialisés. Par ailleurs, les besoins de restructuration des bilans du secteur privé devraient continuer à peser sur le sentier de croissance. Dans ce contexte, la croissance mondiale devrait se rétracter quelque peu en 2011 – tout en restant dynamique – et aucune accélération notable ne devrait se manifester en 2012. L'inflation mondiale devrait quant à elle demeurer globalement élevée. Les cours du pétrole et des produits de base non pétroliers ont fortement augmenté en 2010 et en 2011, en raison notamment de la vigueur de la demande mondiale. Les tensions géopolitiques apparues en ce début d'année au Maghreb et au Moyen-Orient rendent encore plus aléatoire toute conjuncture en matière d'évolution des cours du pétrole.

En avril 2011, le FMI n'a pas revu à la hausse, du moins par rapport à janvier 2011, ses prévisions relatives à la croissance de l'économie mondiale. Il s'attend pour 2011 à un PIB réel mondial en progression de 4,4 %, ce qui représente une révision à la hausse de 0,2 point de pourcentage par rapport à ses projections d'octobre 2010. Pour l'année 2012, le FMI anticipe désormais une légère progression de la croissance mondiale, à 4,5 %. Ce dernier taux est inchangé par rapport aux projections d'octobre. Enfin, en 2011 et en 2012, les prix à la consommation progresseraient de respectivement 2,2 % et 1,7 % dans les économies avancées, tandis qu'ils augmenteraient de 6,9 % en 2011 et de 5,3 % en 2012 dans les économies émergentes et en développement.

Tableau 2.1 :  
Croissance du PIB en volume : projections du FMI d'avril 2011 (en pourcentages)

|  | Estimations et projections |      |      |      | Révisions par rapport aux projections de janvier 2011 |      |
|--|----------------------------|------|------|------|---|------|
|  | 2009                       | 2010 | 2011 | 2012 | 2011  | 2012 |
| Monde                                    | -0,5                       | 5,0  | 4,4  | 4,5  | 0,0   | 0,0  |
| Economies avancées                       | -3,4                       | 3,0  | 2,4  | 2,6  | -0,1  | 0,1  |
| Etats-Unis                               | -2,6                       | 2,8  | 2,8  | 2,9  | -0,2  | 0,2  |
| Zone euro                                | -4,1                       | 1,7  | 1,6  | 1,8  | 0,1   | 0,1  |
| Japon                                    | -6,3                       | 3,9  | 1,4  | 2,1  | -0,2  | 0,3  |
| Economies émergentes et en développement | 2,7                        | 7,3  | 6,5  | 6,5  | 0,0   | 0,0  |
| Chine                                    | 9,2                        | 10,3 | 9,6  | 9,5  | 0,0   | 0,0  |

Source : FMI.

Les prévisions du FMI mettent par ailleurs en relief d'importantes disparités régionales. D'ici 2012, la croissance de l'activité devrait demeurer modérée dans les pays industrialisés, où les taux de chômage demeureraient élevés et persistants. L'activité serait au contraire soutenue dans les économies émergentes, où des phénomènes de surchauffe pourraient même se manifester.

Aux **Etats-Unis**, la croissance devrait demeurer stable à 2,8 % en 2011, à la faveur principalement des nouvelles mesures budgétaires adoptées à la fin de l'année 2010. La croissance connaîtrait en revanche une légère progression en 2012, puisqu'elle s'établirait à 2,9 %. L'économie **japonaise** devrait quant à elle subir le contrecoup du tremblement de terre et des événements corrélatifs auxquels elle a dû faire face en ce début d'année. Les pertes en capital humain et technique ont été considérables et la situation demeure très incertaine. L'évolution de la confiance des consommateurs et les répercussions sur les chaînes de

production mondiales devront être suivies de près dans un tel contexte. A priori, les retombées économiques du tremblement de terre et du tsunami devraient être limitées dans le temps. L'expérience montre en effet que les catastrophes naturelles tendent plutôt à exercer un impact économique assez circonscrits dans le temps, les dépenses de reconstruction contribuant généralement à stimuler l'activité. Ainsi, malgré le tremblement de terre de Kobe en janvier 1995, l'économie japonaise a connu une croissance économique appréciable, de 1,8%, en 1995. Un autre aspect important est le poids relativement faible du Japon dans les importations mondiales – soit environ 4%. En conséquence, les exportations du reste du monde ne devraient être que faiblement affectées. Les pays les plus touchés seront en premier lieu les producteurs de matières premières et en second lieu les pays de l'Asie émergente. Dans **les économies émergentes**, la croissance de l'activité devrait rester dynamique selon le FMI, grâce notamment à une demande interne toujours robuste.

En ce qui concerne **la zone euro**, les projections de mars de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 1,3% et 2,1% en 2011 et entre 0,8% et 2,8% en 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2010 établies par les services de l'Eurosystème, les chiffres inférieurs de ces deux fourchettes ont été révisés à la hausse, ce qui reflète l'amélioration des perspectives d'évolution de l'économie mondiale ainsi que de la demande intérieure. Les projections de mars 2011 établies par les services de la BCE sont globalement conformes aux prévisions des organisations internationales.

Le PIB en volume de la zone euro s'est accru de 0,3% en base trimestrielle aux troisième et quatrième trimestres de 2010. Les données statistiques et les résultats d'enquêtes récemment publiés confirment la poursuite de cette orientation favorable au début de l'année 2011. Dans les mois à venir, les exportations de la zone euro devraient continuer à bénéficier de la reprise en cours de l'économie mondiale. En parallèle, au vu du niveau relativement élevé de confiance des chefs d'entreprise de la zone euro, la demande intérieure privée devrait davantage contribuer à la croissance, à la faveur de l'orientation très accommodante de la politique monétaire et des mesures adoptées pour améliorer le fonctionnement du système financier. Toutefois, le redressement de l'activité devrait être légèrement freiné par le processus d'assainissement des bilans dans différents secteurs. Au total, la croissance du PIB de la zone euro évoluerait entre 1,3% et 2,1% en 2011 et entre 0,8% et 2,8% en 2012 selon les projections de la BCE.

Sur base de l'appréciation du Conseil des gouverneurs, les risques entourant les projections de la BCE paraissent globalement équilibrés, dans un contexte d'incertitude élevée. Le commerce mondial pourrait continuer à progresser plus rapidement que prévu, ce qui soutiendrait les exportations de la zone euro. En outre, la forte confiance affichée par les chefs d'entreprise pourrait préjuger d'une activité économique plus dynamique qu'actuellement escompté au sein de la zone euro. Divers risques à la baisse pourraient cependant se manifester. Ils sont liés aux tensions persistantes sur certains compartiments des marchés financiers et à leurs répercussions potentielles sur l'économie réelle de la zone euro. De nouveaux renchérissements des cours des matières premières sont par ailleurs susceptibles de se manifester, compte tenu notamment du regain de tensions géopolitiques. Des pressions protectionnistes et la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux constituent d'autres risques pouvant peser sur la croissance de la zone euro.

S'agissant de l'évolution des prix au sein de la zone euro, les services de la BCE tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,0% et 2,6% pour 2011 et entre 1,0% et 2,4% pour 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2010 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de progression de l'IPCH ont été révisées à la hausse. Cette évolution est imputable essentiellement à la hausse marquée des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Il convient de souligner que ces projections se fondent sur les contrats à terme sur matières premières à la mi-février 2011 et ne prennent donc pas en compte les augmentations les plus récentes des cours du pétrole. Par ailleurs, les projections tablent sur la poursuite d'un processus modéré de fixation des salaires et des prix intérieurs.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont, selon le Conseil des gouverneurs, orientés à la hausse. Ils tiennent, en particulier, à des hausses plus importantes que prévu des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. En outre, les majorations de la fiscalité indirecte et les relèvements des prix administrés pourraient être plus importants qu'escompté actuellement, en raison des efforts d'assainissement budgétaire auxquels il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années. Enfin, la reprise de l'activité pourrait affecter à la hausse les prix intérieurs. Il est essentiel dans cette perspective que le comportement des agents impliqués dans le processus de fixation des prix et des salaires n'induisse pas d'effets de second tour généralisés, découlant notamment de la hausse des prix des matières premières.

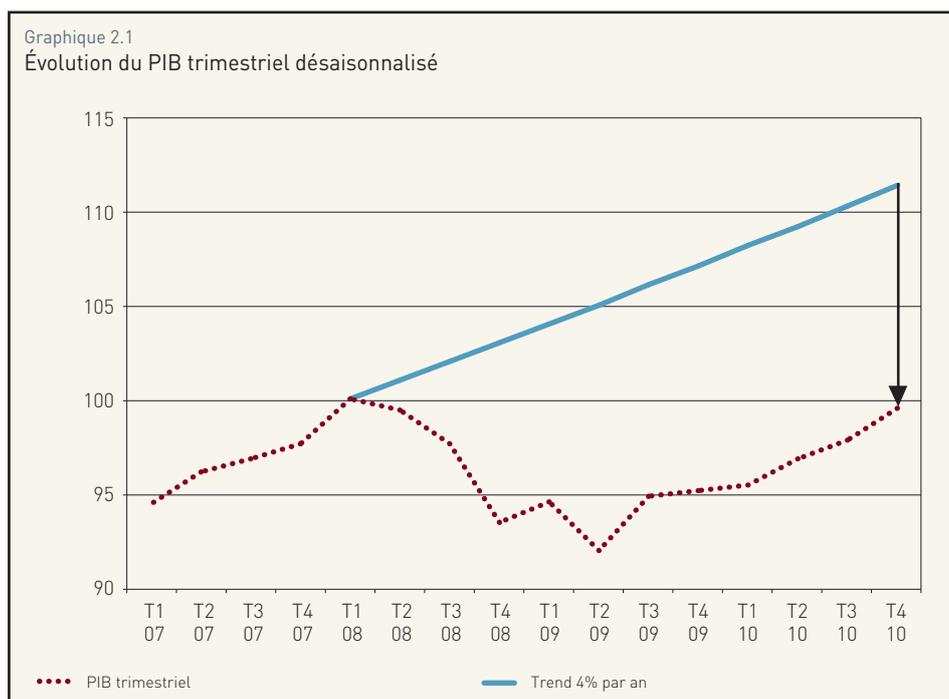
Pour ce qui est du **Luxembourg**, les projections de décembre 2010 de la BCL tablaient sur une croissance du PIB réel comprise entre 3,5% et 4,1% en 2010, entre 2,4 et 3,4 en 2011 et entre 2,5% et 3,9% en 2012. Les informations conjoncturelles les plus récentes tendent à corroborer ces attentes. Selon les comptes nationaux publiés en avril 2011, le PIB en volume du Luxembourg se serait accru de 3,5% en 2010, ce qui correspond au point inférieur de la fourchette de croissance précitée (de 3,5 à 4,1%). Cette évolution fait suite à un repli du PIB en volume de quelque 3,6% en 2009.

Par ailleurs, les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité de la BCL révèlent que l'acquis de croissance pour 2011 calculé à l'issue du premier trimestre s'établirait autour de 2,3%. Pour rappel, les projections de la BCL de décembre 2010 laissaient augurer une croissance allant de 2,4 à 3,4% pour l'année 2011 considérée dans son ensemble.

Ces inflexions de la croissance économique au Luxembourg ne peuvent être considérées indépendamment de l'évolution du PIB en niveau. Une évaluation assise sur les seuls taux de croissance récents renvoie une image excessivement favorable de la situation de l'économie luxembourgeoise. Cette dernière pouvait sembler très robuste jusqu'en 2007, comme en témoigne un taux de croissance moyen de l'ordre de 4% par an de 1960 à 2007. Or le Luxembourg s'est résolument déconnecté de la trajectoire des 4% ces deux dernières années, comme l'illustre le graphique ci-joint. Le PIB en volume a en effet diminué de 0,5% entre

le premier trimestre de 2008 et le quatrième trimestre de 2010, soit en l'espace d'un peu plus de deux ans et demi. Il s'agit là d'un écart de quelque 11% par rapport à une croissance tendancielle de 4%.

Ce décrochage économique s'est dans une large mesure reflété sur le marché immobilier, comme en témoigne un parallélisme marqué entre l'évolution du PIB et les prix des appartements. A l'image du PIB, le prix des appartements connaît une reprise certaine depuis le second trimestre de 2009. Cependant, cette évolution fait suite à une stagnation, voire même une diminution de ces prix au cours de la période de crise. Par ailleurs, les prix des appartements ont pu être soutenus par le niveau particulièrement bas des taux



Sources : Statec et calculs BCL. Base 1<sup>er</sup> trimestre de 2008 = 100

immobiliers. Ainsi, le coût des crédits immobiliers à taux variable – ou dont la période de fixation est inférieure à un an – portant sur les nouveaux contrats accordés par les banques luxembourgeoises s'est établi à 1,81 % seulement en février 2011 (taux d'intérêt hors frais et assurances).

Le repositionnement de la conjoncture sur un sentier de croissance commence à porter ses fruits en termes d'**emploi**. Après avoir subi de plein fouet les conséquences de la crise, la progression annuelle de l'emploi total s'est accélérée tout au long de l'année 2010, pour atteindre 2,3% en février 2011. Les statistiques les plus récentes indiquent par ailleurs que le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est stabilisé autour de 6% depuis juillet 2009. Enfin, 2 635 propositions d'emploi ont été déposées auprès de l'administration de l'emploi en février, ce qui constitue de loin la meilleure performance depuis le début de la crise.

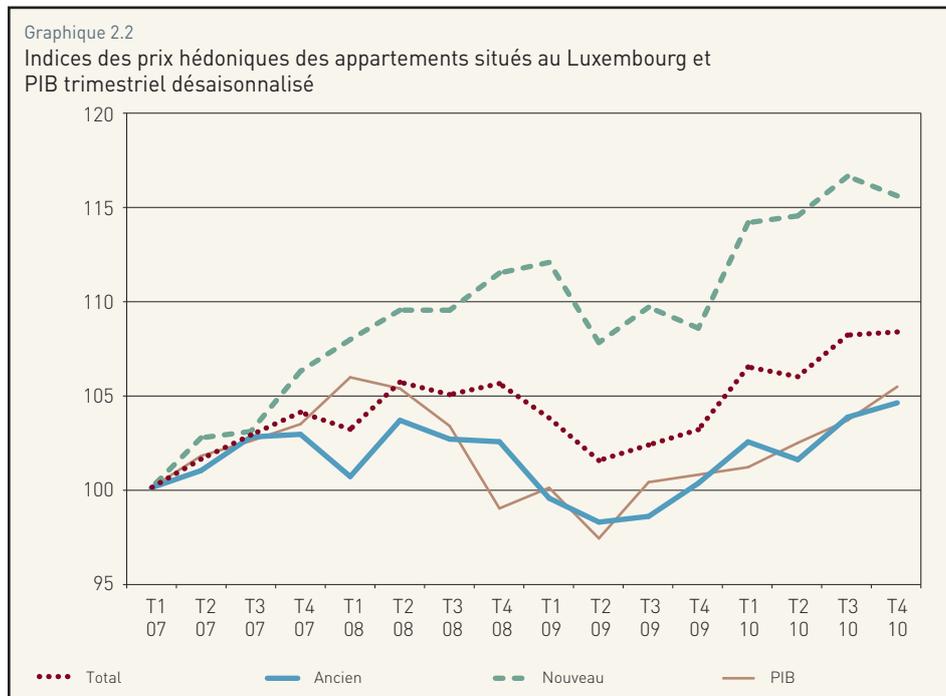
Le recours au chômage partiel a, quant à lui, progressivement diminué depuis la mi-2009.

Introduites durant la crise financière, les mesures correspondantes arriveront à échéance à la fin 2011. A ce stade, il est difficile d'apprécier l'incidence sur le taux de chômage de la non reconduction de ces mesures.

L'**inflation** en glissement annuel mesurée par l'IPC global s'est quant à elle établie à 3,7% en mars 2011, soit le taux le plus élevé depuis septembre 2008. Selon les prévisions d'**inflation** de la BCL, effectuées en mars 2011, ce taux devrait cependant reculer quelque peu par la suite, de sorte que l'inflation globale s'établirait en moyenne à respectivement 2,9% pour l'IPC global et 3,2% pour l'IPC hors énergie. Ces taux dépasseraient nettement à la fois la moyenne historique, l'inflation dans les pays limitrophes et l'inflation de la zone euro. Par rapport à l'exercice précédent, le scénario de l'inflation globale s'est fortement dégradé, sous l'effet d'un scénario du prix du pétrole nettement plus défavorable.

Ces projections d'inflation ont été préparées sur base des hypothèses techniques datant de la mi-février. Cependant, les événements géopolitiques dans plusieurs pays du Maghreb et du Proche-Orient ont exercé un fort impact sur les cours du pétrole. Début avril, le prix du Brent se situait aux alentours de 120 \$/bl contre environ 100\$/bl vers la mi-février.

Une mise à jour des projections d'inflation sur base du seul impact de l'ajustement des hypothèses du prix du pétrole sur la composante énergie impliquerait une détérioration supplémentaire des projections d'inflation. Les taux d'inflation de l'IPC global et de l'IPC hors énergie seraient revus à la hausse de 0,4 pp et de 0,6 pp, pour atteindre respectivement 3,3% et 3,8%. Ces révisions potentielles constitueraient aussi une borne inférieure de l'impact total. Compte tenu de l'ampleur de la hausse du prix du pétrole, des effets indirects sur les prix des autres biens et services deviendraient en effet vraisemblables.



Sources : Statec. Indices 1<sup>er</sup> trimestre de 2007 = 100



Enfin, le Ministre des Finances a annoncé à la fin mars que le déficit des Administrations publiques luxembourgeoises s'est monté à 1,7% du PIB en 2010, soit un taux tout à fait en ligne avec les projections de la BCL de décembre 2010. Pour rappel, ces dernières laissaient augurer un déficit de 1,8% du PIB. Il s'agit là du déficit le plus élevé depuis l'établissement des comptes publics selon la comptabilité SEC 95. Dans ce contexte, les autorités devront impérativement poursuivre et même accentuer leurs efforts de consolidation budgétaire.

