

2 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE
INTERNATIONAL, EUROPÉEN ET NATIONAL

30



2 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL, EUROPÉEN ET NATIONAL

Les turbulences financières entamées en 2007 ont muté au deuxième semestre 2008 en une crise financière bien plus grave qu'anticipée initialement. Celle-ci s'est propagée des Etats-Unis au reste du monde, affectant aussi bien les économies développées que les économies émergentes. Elle s'est en outre étendue de la sphère financière à la sphère réelle de l'économie, provoquant la récession mondiale la plus sévère depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Si, à l'heure actuelle, la situation sur les marchés financiers semble se calmer par rapport aux turbulences de la fin de l'année 2008, une issue rapide de la crise financière ne semble pas réaliste. De même, si la chute de la production semble proche du creux cyclique, les institutions internationales s'accordent en général sur une période relativement longue pour récupérer la production perdue et pour retrouver un sentier de croissance normal.

L'accroissement de la volatilité sur les marchés financiers trouve ses origines dans le secteur « subprime » américain, qui, dans le contexte de l'affaissement du marché immobilier, était confronté à une crise de crédit. Des défauts de paiements massifs par des ménages sur leurs prêts hypothécaires ont provoqué un effondrement des résultats opérationnels, voire des faillites de banques commerciales. La faillite de la banque d'affaires américaine *Lehman Brothers* vers la mi-septembre 2008 marque le passage des turbulences financières, dont les conséquences étaient certes graves mais semblaient limitées et gérables, à une crise économique et financière globale, dont les conséquences étaient imprévisibles. De par son importance systémique, la banqueroute de cet institut financier a en effet provoqué un enchaînement de réactions qui se sont autoalimentées et qui ont amplifié la volatilité sur les marchés financiers.

Dans la sphère financière de l'économie, la crise est marquée par i) les faillites de banques commerciales, ii) les nationalisations *de jure* ou *de facto* de certains acteurs du monde financier présentant un risque systémique, iii) les plans de recapitalisation du secteur bancaire, iv) l'extension des garanties de dépôts bancaires dans plusieurs pays de la zone euro et v) les injections de liquidités dans le système bancaire par les banques centrales. Au Luxembourg, trois banques islandaises étaient sous sursis de paiement et par ailleurs les pouvoirs publics sont intervenus, à travers des prises de participations et des garanties étatiques, pour assurer la continuité des opérations courantes de deux banques majeures susceptibles de succomber à une perte de confiance et à une ruée possible sur leurs dépôts.

Dans la sphère réelle de l'économie, la volatilité record des marchés financiers et les doutes quant à la stabilité du système financier se sont traduits par un manque de visibilité et une incertitude engendrant un arrêt brutal de l'expansion de l'économie et du commerce au plan mondial. Ainsi, selon l'OCDE, le PIB en volume de la zone OCDE a reculé de 1,5% au dernier trimestre de 2008. Selon la même organisation, le commerce mondial aurait pour sa part accusé une diminution en volume de quelque 13% en 2008. Sont survenus dans ce contexte des arrêts de production dans l'industrie, le secteur automobile étant particulièrement affecté, des reports de projets d'investissement ainsi qu'un affaissement historique des exportations dans toutes les régions du monde.

La réponse des autorités à ce changement de régime a été multiple : aux injections de liquidités par les banques centrales et aux plans de sauvetage des acteurs du secteur financier se sont rajoutées des politiques de relance macroéconomique avec d'importants volets fiscaux. Les banques centrales ont procédé à un assouplissement monétaire rapide, baissant les taux d'intérêt directeurs à des niveaux historiquement bas. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne a baissé ses taux à 5 reprises, de 4,25% en juillet 2008 à 1,25% en avril 2009. Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale les a réduits à 10 reprises, les ramenant de 5,25% en juin 2006 à un corridor entre 0% et 0,25% en début d'année 2009. Elle s'est notamment dotée d'un plan de rachat d'obligations à long terme afin de faire baisser les

taux d'intérêt sur les segments de marché qu'elle n'arrive pas à influencer directement avec ses outils traditionnels. L'effet escompté est un repli des taux sur les crédits accordés aux ménages et aux sociétés non-financières - des taux qui sont généralement fixés par rapport au marché obligataire - réduisant ainsi la charge d'intérêts et amortissant le choc provenant de la forte baisse des prix immobiliers et de la montée du chômage.

Les gouvernements pour leur part ont décidé des programmes de relance publics via des baisses d'impôts et des augmentations de dépenses, afin de pallier la réticence de la demande du secteur privé. Comme l'indique l'« Interim report » de mars 2009 de l'OCDE, les mesures discrétionnaires prévues pour la période 2008-2010 aux Etats-Unis atteindraient 5,6 % du PIB américain de 2008. Les plans de relance européens sont de moindre ampleur, mais il convient de rappeler qu'en raison d'une plus grande assise de la sécurité sociale et d'une pression fiscale plus élevée, les stabilisateurs automatiques opèrent bien davantage en Europe qu'aux Etats-Unis. Ainsi, l'impulsion budgétaire totale, stabilisateurs automatiques et impacts discrétionnaires confondus, a été plus importante dans 4 pays européens, à savoir la Suède, le Luxembourg, l'Espagne et le Danemark, qu'aux Etats-Unis.

En décembre 2008, la Commission européenne avait recommandé aux pays membres de l'Union européenne un objectif commun de dépenses supplémentaires de 1,5 % du PIB en 2009 et en 2010. Beaucoup de pays ont mis en place des plans de relance nationaux dont l'ampleur (impact discrétionnaire seulement) dépasse souvent les 2 % du PIB pour les années 2008-2010. Selon l'OCDE, ce serait le cas en République tchèque, au Danemark, en Finlande, en Allemagne, au Luxembourg, en Espagne et en Suède. Au Luxembourg, l'effort additionnel consenti par le gouvernement se chiffre à 665 millions d'euros ou 1,75 % du PIB, pour le porter, avec les mesures expansives décidées dans le budget pour l'année 2009, à 3,2 % du PIB. Ces dépenses et réductions d'impôts, conjuguées aux dépenses de sous-emploi induites par la baisse de l'activité et aux déchets de recettes fiscales, se solderont par un creusement énorme des déficits publics dans l'Union européenne. Selon la Commission européenne, le déficit public pourrait dépasser 4 % du PIB dans 7 pays de la zone euro et le seuil de 3 %, tel que retenu dans le Pacte de Stabilité et de Croissance, serait franchi par au moins 11 pays au cours des années 2009 et 2010. L'OCDE est plus pessimiste encore, puisqu'elle prévoit un déficit de la zone euro de 5,4 % du PIB en 2009 et de quelque 7 % du PIB l'année suivante.

La situation budgétaire du Luxembourg va également connaître une sensible détérioration en 2009 et en 2010. Il faut y voir l'incidence de l'effort de relance et des stabilisateurs automatiques (recettes fiscales moindres et hausse des dépenses du Fonds pour l'emploi). Les administrations publiques considérées dans leur ensemble (communes, Etat central et sécurité sociale) devraient passer d'un surplus de 2,6 % du PIB en 2008 à un déficit excédant nettement la valeur de référence de 3 % en 2009. Ce déficit devrait encore s'accroître en 2010, du moins à politique inchangée.

Malgré les efforts de relance économique considérables, l'impact de ces mesures demeure incertain et au début du deuxième trimestre 2009 les perspectives macroéconomiques ne sont guère réjouissantes. Selon le FMI, le PIB réel aux Etats-Unis devrait fléchir de 2,8 % en 2009 pour stagner en 2010 (+0,0 %). La Réserve Fédérale semble plus optimiste et estime que les mesures de relance économique pourraient porter leurs fruits plus rapidement. L'OCDE est en revanche plus pessimiste que le FMI. Dans son « Interim report » de mars 2009, elle prévoit en effet pour les Etats-Unis un recul du PIB en volume de 4 % en 2009. A l'instar du FMI, l'OCDE escompte un PIB en volume stationnaire en 2010.

En ce qui concerne la zone euro, les dernières prévisions tablent toutes sur une baisse du PIB en 2009 suivie d'une quasi-stabilisation en 2010. La variation moyenne du PIB réel en 2009 serait de -1,9 % selon la Commission et elle se situerait entre -2,2 et -3,2 % selon la BCE, qui se base sur les données disponibles jusqu'au 23 février 2009. Dans ses projections publiées en avril, le FMI penche quant à lui pour une croissance de -4,2 % pour la zone euro en 2009. Pour 2010, la croissance de la zone euro serait

toujours négative mais dans une bien moindre mesure, puisqu'elle atteindrait -0,4%. Les projections de l'OCDE pour la zone euro sont largement similaires, cette organisation prévoyant une décroissance de respectivement 4,1 et 0,3% en 2009 et en 2010. Ces prévisions de croissance pour la zone euro s'expliquent en bonne partie par la détérioration massive de la situation économique à la fin de l'année précédente. Sous l'hypothèse d'une stagnation économique en 2009, la croissance s'établirait à -1,3%, ce qui revient à dire que la zone euro fait face à un «acquis de contraction». Il est cependant plus probable que la tendance baissière, avec des taux de variation trimestriels négatifs, se poursuive au début de l'année. Une stabilisation, voire un redressement graduel, n'est anticipée au mieux que vers la fin 2009 ou, de manière plus réaliste, au début de l'année 2010. La dégradation massive de la conjoncture est aussi générale, englobant à la fois un affaissement des exportations et un affaiblissement de la demande domestique. Ainsi, pour 2009, les services de la BCE projettent une variation négative pour toutes les composantes du PIB de la zone euro, hormis la consommation publique. L'investissement privé pâtirait notamment de la baisse de l'investissement résidentiel dans certains pays de la zone euro confrontés à un ajustement du marché de l'immobilier. La situation se redresserait graduellement en 2010, pourvu que les politiques fiscales et monétaires expansionnistes, aussi bien dans la zone euro que dans le reste du monde, aient les effets attendus. Ce redressement serait porté par une reprise des exportations, le rétablissement du bon fonctionnement du système financier ainsi que la stabilisation des marchés immobiliers.

Le Luxembourg est aussi parti pour une année de récession, ce qui en ferait la première depuis le début des années 80. Ses caractéristiques intrinsèques telles qu'un secteur bancaire important et sa dépendance à l'égard des exportations le rendent particulièrement vulnérable aux problèmes du secteur financier et à la contraction du commerce mondial.

Tableau 1 :
Projections du PIB réel pour les Etats-Unis, la zone euro et le Luxembourg

	2008	2009	2010
Etats-Unis			
Commission européenne, janvier 2009	1,2	-1,6	1,7
OCDE, mars 2009	1,1	-4,0	0,0
Réserve Fédérale	1,3	-1,3 - -0,5	2,5 - 3,3
FMI, avril 2009	1,1	-2,8	0,0
Zone euro			
Commission européenne, janvier 2009	0,9	-1,9	0,4
OCDE, mars 2009	0,7	-4,1	-0,3
BCE	0,8	-3,2 - -2,2	-0,7 - 0,7
FMI, avril 2009	0,9	-4,2	-0,4
Luxembourg			
Commission européenne, janvier 2009	1,0	-0,9	1,4
FMI, avril 2009	0,7	-4,8	-0,2

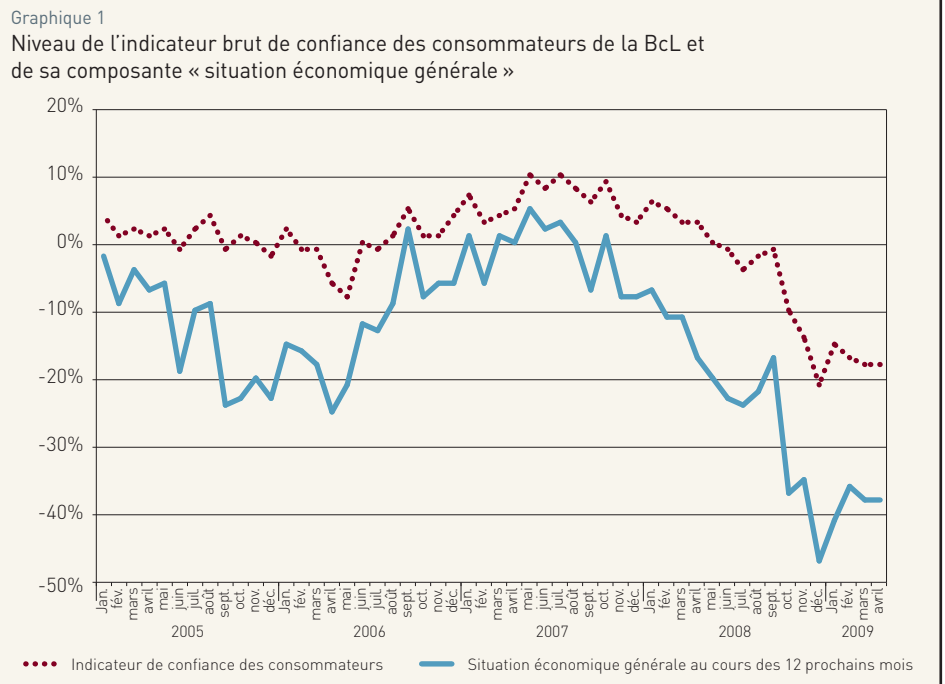
Source : Commission européenne, BCE, FMI

Les projections les plus récentes, qui émanent du FMI (22 avril 2009), laissent augurer une décre du PIB en volume de quelque 4,8% en 2009 pour le Grand-Duché. Ce résultat paraît assez défavorable à l'aune, notamment, des plus récents résultats bruts (non corrigés des variations saisonnières) de l'indicateur BCL relatif à la confiance des consommateurs. Le niveau de l'indicateur en avril affiche en effet une légère amélioration par rapport au niveau observé en décembre 2008. L'amélioration est plus nette encore en ce qui concerne l'une de ses composantes, à savoir celle qui se rapporte à la situation économique générale au cours des 12 prochains mois. Cette stabilisation de l'indicateur et de la composante précitée s'opère certes à un bas niveau.

Pour ce qui est du scénario de la BCE pour la zone euro, le Conseil des gouverneurs estime que les risques apparaissent plus équilibrés. D'une part, l'effet positif provenant des mesures de relance économique de grande ampleur qui ont été engagées pourrait être sous-estimé. D'autre part, les turbulences observées sur les marchés de capitaux pourraient exercer une incidence plus négative que prévu sur l'économie réelle. Les risques à la baisse découlent également d'une possible apparition et intensification de pressions protectionnistes et de perturbations résultant d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux. Le FMI pour sa part estime que les risques pesant sur la croissance mondiale sont orientés à la baisse, malgré les ajustements considérables et bien que ce soit le scénario le plus pessimiste disponible à l'heure actuelle. Il craint que des retards additionnels pour implémenter des mesures visant à stabiliser les conditions financières ne viennent intensifier la spirale négative entre les déconvenues du secteur financier et l'économie réelle. Une détérioration supplémentaire des bilans du secteur bancaire, à travers des pertes croissantes, pourrait provoquer un rationnement du crédit plus sévère et ainsi amplifier et prolonger la récession en cours. Des pertes d'emplois pèseraient sur la consommation privée et l'investissement résidentiel.

Des études empiriques ont mis en évidence que les récessions qui vont de pair avec des crises bancaires sont généralement plus sévères que les périodes de *récession normale*. Les économies mettent aussi plus longtemps pour retrouver un sentier de croissance normal. Comparé aux épisodes de 1990/1993 et de 2001/2002-2003, la récession que nous vivons actuellement serait plus sévère, aussi bien en termes de durée que dans son amplitude. La période de récession dépasserait quatre trimestres, aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro. La perte de production entre le sommet et le creux cyclique pourrait se chiffrer autour de 3% aux Etats-Unis et à plus de 3,5% dans la zone euro, soit presque le double de la récession de 1993.

Dans le contexte de la récession mondiale, de la dégradation du marché du travail et de la forte chute des prix des matières premières, dont en particulier le prix du pétrole, l'inflation a fortement baissé. Les perspectives de désinflation ont aussi facilité l'assouplissement monétaire tel qu'il a été implémenté dans la plupart des économies développées. Ainsi, la BCE a fortement ajusté à la baisse ses prévisions pour la zone euro et l'inflation annuelle moyenne devrait s'établir entre 0,1 et 0,7% en 2009 et entre 0,6 et 1,4% en 2010 contre 3,3% en 2008. La Réserve Fédérale projette également un scénario clément pour les Etats-Unis. Le déflateur de la consommation privée devrait s'établir autour de 0,65% en 2009 et 1,25% en 2010 contre 3,4% en 2008. Cette opinion semble être partagée par le FMI bien que celui-ci mette aussi en garde contre des risques de déflation croissants dans les économies développées. Ceux-ci seraient particulièrement prononcés au Japon et aux Etats-Unis, mais plus modérés dans quelques pays de la zone euro.



Source : BCL
Indicateur brut, non corrigé des variations saisonnières.



Au Luxembourg¹⁵, l'inflation se modérerait également en 2009 et elle devrait s'établir à respectivement 0,1% pour l'IPCN et -0,4% pour l'IPCH, contre respectivement 3,4% et 4,1% en 2008. Dans un premier stade, ce repli serait provoqué par la forte chute des prix des produits pétroliers et, dans un deuxième stade, il serait complété par une modération des prix à l'exclusion de l'énergie. Le Luxembourg devrait aussi connaître une période de taux d'inflation historiquement bas. A la fin de 2009 par contre, lorsque l'impact favorable de la baisse du prix du pétrole se sera dissipé, l'inflation pourrait remonter abruptement à un taux de plus de 1,5%. La situation de très faible inflation semble comparable à celle des années 1986 et 1987, lorsque, dans le contexte du contre-choc pétrolier, l'inflation avait avoisiné des taux annuels moyens de respectivement 0,3 et -0,1%. Du coup, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire serait reportée au quatrième trimestre de 2010. Cette détente de l'inflation globale favoriserait ainsi une modération importante des coûts salariaux et soutiendrait parallèlement le pouvoir d'achat réel des ménages dans un contexte conjoncturel qui s'annonce très difficile.

15 Voir BCL, Bulletin 209/1, pp.30-33

