



EDITORIAL

Le 5 mars 2009, le Conseil des gouverneurs de la BCE a réduit le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base à 1,5%, portant à 275 points de base la baisse totale du taux d'intérêt directeur principal de l'Eurosystème depuis le 8 octobre 2008.

Il est essentiel de garder à l'esprit que les taux d'inflation négatifs qu'on observera éventuellement pendant quelques mois en 2009 seront le fruit de deux évolutions qui se chevauchent : d'une part, la faible demande domestique et internationale devrait réduire la pression sur les prix et les coûts et serait donc à la source d'un processus de désinflation ; d'autre part, les niveaux records des prix de l'énergie qu'on a observés jusqu'en juillet 2008, suivis par des fortes chutes, notamment du prix du pétrole, résultent en un effet de base prononcé et donc en une contribution négative de la composante « énergie » à l'indice général des prix à la consommation. Il convient de souligner que cet effet de base négatif est évidemment un phénomène temporaire et qu'il reflète davantage les niveaux de prix de l'énergie particulièrement élevés au cours des 7 premiers mois de 2008 que la dynamique à court terme des prix au cours de 2009. De plus, en faisant abstraction de l'évolution des prix de l'énergie, l'inflation dans la zone euro restera positive tout au long de l'année 2009 ainsi que par la suite. Par conséquent, l'évolution projetée des prix à la consommation est à qualifier de processus de désinflation et ne présente nullement les caractéristiques d'une déflation. Les anticipations d'inflation sont ancrées autour de la définition de stabilité des prix. En effet, pour 2010, les services de la BCE prévoient que l'inflation se situera entre 0,6% et 1,4%.

En ce qui concerne l'activité économique, la demande à la fois intérieure et extérieure diminuera en 2009, mais devrait se redresser ensuite progressivement. Ceci ressort des projections établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance du PIB autour de -2,7% en 2009 et de 0,0% environ en 2010.

Ces estimations représentent une importante révision à la baisse par rapport aux projections antérieures de décembre 2008. En 2009 et en 2010, le taux de progression annuel du PIB sera nettement réduit par les acquis de croissance négatifs de l'année précédente. Le changement de méthodologie en ce qui concerne les niveaux de taux d'intérêt pris en considération a aussi affecté vers le bas tant les projections de l'inflation que de la croissance. La reprise progressive actuellement prévue pour 2010 reflète les effets des mesures importantes de relance macroéconomique en cours ainsi que les mesures de grande ampleur prises pour rétablir le bon fonctionnement du système financier. Les risques pesant sur ces perspectives apparaissent à présent assez équilibrés.

Le Luxembourg se trouve particulièrement touché par la crise. Le degré d'ouverture élevé de notre économie nous rend évidemment extrêmement vulnérables à des chocs exogènes, le maintien d'une croissance à peu près satisfaisante ne pouvant reposer seulement sur la demande interne. De plus, le poids du secteur financier accroît l'exposition de notre économie et de nos finances publiques à la crise des marchés financiers et des capitaux.

Les premières conséquences de la crise sont clairement visibles: forte augmentation du chômage, explosion du chômage partiel surtout dans l'industrie, recul du résultat des banques, chute de la valeur nette d'inventaire des OPC, importante dégradation de la balance des paiements, doublement de la dette publique, chute des indicateurs de confiance pour les entreprises comme pour les ménages etc. A cela s'ajoutent des perspectives particulièrement moroses pour 2009.

Les services de la BCL n'ont pas été en mesure d'effectuer une mise à jour des projections de la BCL. La BCE prévoit pour le Luxembourg une inflation de -0,4% en 2009 et de 2,1% en 2010. Pour ce qui est de la croissance, seulement 3 pays de la zone euro afficheront une baisse plus importante que celle du Luxembourg estimée à -3% pour 2009, suivie d'une légère reprise de 0,4% en 2010.

Plus encore que pour la zone euro, les récentes révisions par la BCL à la baisse des projections pour l'IPCH (comme pour l'IPCN) sont dues à la composante «énergie» et résultent donc d'un effet de base important, mais temporaire. L'inflation excluant l'énergie restera en 2009 aux alentours des 2% et se montrera ainsi assez persistante. Début 2009, on est donc loin d'une déflation au Luxembourg et l'inflation devrait augmenter à nouveau vers la fin de 2009 avec la disparition de l'effet de base négatif pour les prix de l'énergie.

La crise a de plus montré le haut degré d'exposition des finances publiques aux évolutions du secteur financier. Les mois à venir réservent une grande incertitude quant à l'évolution des soldes des administrations publiques luxembourgeoises.

Les premières estimations gouvernementales chiffrent les mesures supplémentaires¹, arrêtées en mars 2009 par le Gouvernement, à 665 millions d'euros², soit 1,75% du PIB de 2009. Ces nouvelles mesures, qui représentent de nouvelles dépenses gouvernementales augmenteront considérablement le déficit des administrations publiques luxembourgeoises que les dernières projections de la BCL chiffrent à 1,9% du PIB en 2009. Celui-ci risque de dépasser déjà en 2009 le seuil de 3% défini par le Traité de Maastricht, et de se dégrader davantage en 2010. De plus, sans prendre en considération ces dernières mesures gouvernementales, la BCE projette un déficit de 2,7% du PIB en 2010 qui se compare au déficit de 2,8% que la BCL avait projeté lors de son dernier exercice de projection de décembre 2008.

Il se recommanderait de publier rapidement un engagement crédible de retour sur un chemin des finances publiques soutenable à moyen terme sans recours massif à des augmentations d'impôt et d'éviter de prendre des mesures non réversibles qui ne font qu'aggraver la situation compétitive déjà compromise de l'économie nationale.

1 Mesures non-incluses dans le budget pour l'exercice 2009 adopté en décembre 2008.

2 La plus grande partie de ces nouvelles mesures concerne l'année budgétaire 2009, sauf les investissements publics.

Le Bulletin 2009/1 comprend également deux analyses et trois résumés non-techniques de cahiers d'études.

La première analyse traite de l'évolution de la balance courante qui s'est caractérisée par une dégradation brutale de l'excédent surtout au cours de l'année 2008, une situation jamais connue auparavant. Elle met en évidence la contribution de chacune des quatre balances partielles (biens, services, revenus et transferts courants) à l'évolution de l'excédent courant. La chute du surplus courant du Luxembourg au cours de l'année 2008 provient essentiellement de la stagnation du surplus des services et, plus particulièrement, du recul des exportations nettes des services financiers sous l'effet de l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre de l'année écoulée.

La seconde analyse tente de dresser le bilan de l'impact qu'a eu la crise sur l'effectif des banques luxembourgeoises jusqu'à fin décembre 2008. Puis, elle essaie d'évaluer les risques à court terme qui pèsent sur notre place financière. Si la réaction à la crise des établissements de crédit dans leur ensemble a consisté au cours du dernier trimestre 2008 en un arrêt abrupt de la création d'emplois supplémentaires, l'analyse conclut qu'au meilleur des cas, l'emploi bancaire pourrait stagner tout au long de l'année. Pourtant, lors de la dernière crise - en début de décennie -, l'emploi bancaire avait baissé de 6 % alors que la crise financière actuelle se combine avec une grave crise économique qui peut dès lors générer un recul au moins comparable.

La contribution suivante résume le cahier d'études «LOLA 1.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis». Ce modèle dynamique d'équilibre général vise principalement à étudier tant les effets de chocs structurels, comme les chocs de démographie, que les effets de politiques structurelles, telles que les recommandations de l'agenda de Lisbonne. Le modèle suggère que le vieillissement de la population, tant résidente que frontalière, induira à long terme (aux alentours de 2040) une hausse marquée des dépenses de pensions et, en conséquence, une détérioration sensible des finances publiques. Pourtant, le financement futur des pensions pourrait être assuré par une réforme initiée dès aujourd'hui, pourvu que cette réforme soit à la fois ciblée et efficace.

Le cahier d'études «La flexibilité des salaires au Luxembourg : une analyse sur la base de micro-données», résumé dans la contribution suivante, sera publié d'ici peu.

Le dernier résumé concerne le cahier d'études «Regional wages and market potential in the enlarged EU: an empirical investigation». Un résultat remarquable de l'analyse est que le potentiel de marché d'une région dépend moins de celui de ses régions voisines mais plutôt de la demande pour ses propres produits ainsi que de son accès aux autres régions européennes (à l'exception des régions limitrophes).

Yves Mersch