

EDITORIAL


Situation économique et financière

Le 3 décembre 2009, le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé inchangé à 1 % le taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs considère que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié. Au vu de l'ensemble des informations et des analyses devenues disponibles depuis la réunion du 5 novembre 2009, l'évolution des prix devrait rester modérée à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. Les anticipations d'inflation à moyen et long termes restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif consistant à maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

L'activité économique de la zone euro s'est améliorée au troisième trimestre 2009. Selon la première estimation d'Eurostat, le PIB en volume a progressé de 0,4 % en glissement trimestriel. Les enquêtes indiquent que la reprise se poursuit au quatrième trimestre 2009. La zone euro profite de la contribution du cycle des stocks et d'une reprise des exportations, ainsi que des plans de relance macroéconomique et des mesures adoptées afin de rétablir le bon fonctionnement du système financier. Toutefois, certains facteurs de soutien sont de nature temporaire et l'activité sera probablement affectée pour un temps par le processus d'ajustement en cours des bilans des entreprises des secteurs financier et non financier, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. Par conséquent, l'économie de la zone euro ne devrait enregistrer qu'une croissance modérée en 2010 et la reprise devrait être irrégulière.

En ce qui concerne le Luxembourg, les projections macroéconomiques de la BCL laissent augurer pour 2010 un taux de croissance du PIB en volume se situant entre 1,4 et 2,4 %, résultant dans une large mesure de l'acquis de croissance alimenté par le rebond survenu au cours du second semestre de 2009. En dépit de cet effet de base positif, le taux de croissance sera vraisemblablement inférieur à 2 % en 2010, soit un taux nettement en retrait de la moyenne historique luxembourgeoise. Pour rappel, de 1960 à 2008, le Luxembourg a enregistré une croissance moyenne du PIB de l'ordre de 4 % l'an. De surcroît, le taux de croissance ne connaîtrait qu'une faible accélération en 2011, de sorte que durant la période de quatre ans s'étendant de 2008 à 2011, le PIB luxembourgeois n'aura vraisemblablement enregistré qu'une progression très limitée. Par rapport à une évolution tendancielle de 4 % l'an, similaire au « trend » observé avant la crise, le PIB en niveau accuserait dès lors un décrochage cumulé de l'ordre de 15 points de PIB à la fin de 2011.

Encore convient-il de préciser que les risques pesant sur ces projections sont globalement orientés à la baisse, le tout dans un environnement entaché d'un degré d'incertitude exceptionnellement élevé. D'une part, les projections sont effectuées à politique budgétaire inchangée. Or l'émergence de déficits budgétaires élevés dans la plupart des pays de l'Union européenne va contraindre ces derniers à mettre en œuvre une rigoureuse stratégie de consolidation, conformément aux engagements contractés en la matière au niveau européen. Il en résultera une diminution, non prise en compte dans les présentes projections, de la demande externe adressée au Luxembourg.



D'autre part, le secteur bancaire luxembourgeois doit s'adapter au renforcement de la régulation et de la supervision bancaire et aux modifications prévues du cadre institutionnel en matière financière. Le secteur devra aussi faire face à des restructurations importantes d'une série de groupes bancaires étrangers ayant des implantations au Luxembourg. Des incertitudes planent de ce fait sur le développement futur de la place financière et partant sur les perspectives de croissance, d'autant que la Place exerce de puissants effets d'entraînement sur la branche des services aux entreprises.

Ces mêmes facteurs vont probablement se répercuter sur la croissance potentielle, qui risque de ce fait de revenir à un niveau bien inférieur aux 4 % l'an auxquels le Luxembourg est accoutumé. Les crises bancaires et financières tendent d'ailleurs, en général, à exercer un impact durable sur l'activité économique. Nombre d'observateurs font remarquer que le secteur financier luxembourgeois a limité les dégâts. En témoignerait notamment la hausse des résultats des banques au cours des 9 premiers mois de 2009. Cette évolution favorable est cependant largement imputable à des facteurs transitoires, tels qu'une hausse marquée des cours boursiers depuis mars 2009 ainsi qu'une courbe des taux d'intérêt particulièrement pentue et qui vient de ce fait conforter l'activité de transformation d'échéances. L'évolution du total bilantaire des banques luxembourgeoises, qui est analysée dans un encadré du présent Bulletin, est d'ailleurs peu réconfortante. La somme de bilan des banques luxembourgeoises s'est en effet contractée de 9,6 % entre juin 2008 et juin 2009. Dans le même intervalle de temps, le total bilantaire des banques de la zone euro a affiché une croissance de 3,5 %.

Le décrochage précité du PIB – de l'ordre de 15 % de 2008 à 2011 – et à plus long terme la diminution de la croissance potentielle de l'économie luxembourgeoise frapperont de plein fouet nos finances publiques. Les recettes des Administrations publiques vont nettement accuser le coup, alors que les dépenses sont traditionnellement très rigides. C'est en particulier le cas des transferts sociaux et de la rémunération des salariés du secteur public. Il en résultera une franche dégradation de la situation budgétaire, avec à la clef des déficits des Administrations publiques allègrement supérieurs au seuil des 3 % du PIB dès 2010, du moins à politique inchangée. L'Administration centrale accuserait des déficits particulièrement élevés, de près de 5 % du PIB dès 2009 et de plus de 6 % l'année suivante. L'annonce début décembre, par le Ministre des Finances, d'un déficit des Administrations publiques de l'ordre de 1 à 1,5 % du PIB en 2009 (au lieu de 2,3 % escomptés lors du dépôt du projet de budget 2010) ne modifie pas fondamentalement ce constat, d'autant que cette amélioration pourrait ne pas reposer sur des facteurs permanents.

Les déficits importants projetés pour 2010 et 2011 seraient certes en partie compensés par des excédents de la sécurité sociale. Ces derniers tendraient cependant à s'étioler. Alors qu'ils se montaient encore à 2,7 % du PIB en 2008, ils reviendraient à 1,9 % en 2009 en raison de la faiblesse des cotisations sociales et continueraient à diminuer par la suite. Cette évolution n'est guère étonnante, car le financement à long terme de notre sécurité sociale ne peut être assuré que si la croissance économique excède 4 % l'an. L'impact à court et moyen terme de la crise économique et financière sera donc particulièrement douloureux de ce point de vue. Les régimes de pension – régimes spéciaux et régime général confondus – seront particulièrement affectés, car ils subiront l'impact conjugué du ralentissement de la croissance et du vieillissement démographique. Selon l'IGSS, le régime général de pension sera confronté à des déficits peu après 2020. Cependant, les prestations de pension considérées dans leur globalité (régime général et régimes spéciaux) affecteront négativement le patrimoine net des Administrations publiques avant même cette dernière date. A la disparition progressive des surplus du régime général va en effet


s'ajouter l'impact, sur l'endettement de l'Administration centrale, des charges additionnelles induites par les régimes spéciaux de pension. Dans ce contexte défavorable, la dette publique totale du Luxembourg dépasserait selon nos simulations le seuil fatidique des 60% du PIB dès 2019. Une petite économie ouverte exposée à nombre de chocs économiques potentiels ne peut absolument pas se permettre un tel dérapage. Elle ne peut davantage tolérer une convergence, aussi graduelle soit-elle, vers un tel ratio d'endettement.

Les finances publiques luxembourgeoises feront face à de considérables difficultés en l'absence d'une prompt réaction des autorités. La BCL encourage vivement celles-ci à définir dès que possible une stratégie précise de sortie de la crise budgétaire. Une telle stratégie doit comporter à la fois un assainissement des comptes de l'Administration centrale et des mesures freinant de façon décisive et structurelle la progression des transferts sociaux. Une stratégie ne reposant que sur l'un de ces éléments tout en ignorant l'autre serait vouée à l'échec. La stratégie de consolidation budgétaire devrait en outre reposer sur le triptyque suivant : (i) une plus grande transparence, notamment à travers une publication régulière des données de finances publiques mensuelles ou trimestrielles et une meilleure mobilisation de l'expertise disponible au Luxembourg ; (ii) l'annonce d'un calendrier précis de résorption des déficits de l'Administration centrale ; (iii) l'instauration dès que possible d'une norme de croissance des dépenses des Administrations publiques efficace et définie sur un horizon pluriannuel.

Un assainissement rapide des finances publiques reposant sur une maîtrise des dépenses courantes, notamment les transferts sociaux, s'impose particulièrement, d'autant que les multiplicateurs keynésiens relatifs à ces dépenses sont généralement faibles. Selon l'OCDE, les multiplicateurs de court terme de la consommation publique n'excèdent pas 0,4, 0,3 et 0,6 en Allemagne, en Belgique et en France, respectivement. Les multiplicateurs correspondants, relatifs aux transferts aux ménages, sont plus réduits encore du fait de l'importance des fuites à l'importation et à l'épargne. Toujours selon l'OCDE, ils se limiteraient à 0,3 en Allemagne, 0,2 en Belgique et 0,4 en France. Les multiplicateurs des dépenses courantes sont a fortiori réduits au Luxembourg, petite économie ouverte par excellence.

Dans ce contexte de multiplicateurs faibles, un ralentissement de la progression des dépenses courantes, notamment des transferts aux ménages, ne déprimerait que faiblement la demande agrégée, tout en contribuant à lever cette hypothèque que constituent, pour le dynamisme économique futur du Luxembourg, des finances publiques détériorées. Le traditionnel dilemme entre une politique contractionnelle d'une part et l'assainissement budgétaire d'autre part est plus ténu au Luxembourg que dans nombre d'autres pays de l'Union européenne. Dans un tel contexte, il importe de donner une priorité absolue à la stratégie de sortie de la crise budgétaire et de faire porter cette dernière sur les dépenses courantes, les multiplicateurs d'investissement étant généralement plus élevés.

L'inflation doit également faire l'objet d'une attention soutenue de la part des pouvoirs publics, qui doivent recourir avec parcimonie à la hausse des prix administrés et des impôts indirects. L'inflation est toujours relativement faible. Cependant, du fait de l'atténuation des effets de base négatifs liés aux produits pétroliers, le taux d'inflation annuel calculé sur la base de l'IPCN a connu une brusque accélération de 1,26% en novembre, en atteignant 1,34% contre 0,08% seulement en octobre. Selon l'indicateur rapide d'Eurostat, l'accélération correspondante se serait limitée à 0,7% dans la zone euro. L'inflation harmonisée serait en effet passée de -0,1% en octobre à 0,6% en novembre au sein de la zone.



Le marché du travail connaît également une franche dégradation. Ainsi, l'emploi salarié aurait selon les premières estimations accusé une légère diminution d'octobre 2008 à octobre 2009 (-0,1%). Il en résulte une progression du chômage au sens strict, dont le taux désaisonnalisé s'est établi à 5,9% en octobre, à comparer à 4,5% un an auparavant. Les projections de la BCL laissent augurer une nouvelle augmentation du chômage en 2010 et 2011, ce dernier atteignant respectivement 6,9 et 7,2% de la population active. Selon le plus récent communiqué d'Eurostat sur le chômage au sein de l'Union européenne, le Luxembourg n'était plus en octobre que le 6ème meilleur pays de l'Union en la matière, alors qu'il a longtemps occupé la tête du peloton. De surcroît, la différence entre le taux de chômage harmonisé de l'Allemagne et celui du Luxembourg est désormais inférieure à 1%, ce qui illustre davantage encore la fin de l'« exception luxembourgeoise » en matière de sous-emploi. La rigidité des salaires nominaux, que consacre notamment le mécanisme automatique d'indexation des salaires aux prix, concourt à accentuer la dégradation du marché du travail. En l'absence d'une adaptation suffisante par les prix (coûts salariaux), l'ajustement à la crise doit en effet s'opérer par les quantités, c'est-à-dire au détriment de l'emploi.

Analyses et actualités

Le présent Bulletin comporte une analyse détaillée portant sur la position extérieure nette du Luxembourg. Cette analyse montre que du fait notamment d'effets de valorisation, le solde positif de la position extérieure du Luxembourg s'est nettement détérioré, en atteignant 29,6 milliards d'euros à la fin de l'année 2008 contre 35,7 milliards à l'issue de 2007. Le Bulletin 2009-3 renferme également les résumés non techniques de trois cahiers d'études (baisse du pouvoir de négociation des travailleurs et hausse des préretraites en Europe, analyse des comptes financiers des banques établies au Luxembourg, enquête sur les répercussions sur les entreprises de la crise économique et financière).

Outre de récents discours du Président de la BCL, le Bulletin publie aussi les exposés du Prof. Dr. Axel A. Weber, Président de la Deutsche Bundesbank, ainsi que de M. Durmus Yilmaz, Président de la Banque centrale de Turquie, à l'occasion d'une conférence organisée le 3 novembre 2009 par la BCL à Luxembourg sur la stabilité financière et la régulation bancaire en Allemagne et en Turquie.

Yves Mersch