



LE MOT DU  
PRÉSIDENT

En 2009, la zone euro a accusé un recul de quelque 4,1 % du PIB. Depuis, une reprise s'est affirmée, mais celle-ci devrait se caractériser par une croissance lente et non linéaire. Au Luxembourg, le PIB a reculé de quelque 3,4 % en 2009, soit un résultat sans équivalent depuis 1975. La récession a duré cinq trimestres, du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009, avec une chute du PIB en volume d'un peu plus de 7 % au cours de cette période. Le décrochage par rapport à la croissance tendancielle a dès lors nettement excédé les 10 % durant cette phase. Le sursaut enregistré au deuxième semestre 2009 et la poursuite de la croissance au début de l'année 2010 laissent augurer une progression du PIB réel se situant entre 2,6 % et 3,2 % en 2010. La croissance anticipée pour 2011 se situerait entre 1,8 % et 2,8 %. Pour 2012, elle s'établirait entre 2,5 % et 3,9 %, ce qui confirme l'incapacité de l'économie à renouer avec les taux observés par le passé, qui sous-tendent le modèle social luxembourgeois.

Je tiens à attirer l'attention sur l'incertitude particulièrement élevée qui entoure ces projections. D'une part, les plans de consolidation budgétaire adoptés ou susceptibles de l'être dans la plupart des pays européens ne sont pas encore intégralement pris en compte dans les projections, qui ne considèrent que les mesures déjà annoncées et suffisamment spécifiées. La mise en œuvre de ces plans est indispensable afin de désamorcer une fois pour toutes cette crise dans la crise que constitue le dérapage des finances publiques. Les plans en question devraient cependant affecter négativement la demande externe adressée au Luxembourg à partir de 2011.

D'autre part, les perspectives du secteur financier sont incertaines et les performances macro-économiques du Luxembourg dépendent étroitement de l'évolution des marchés financiers. La Place financière semble avoir raisonnablement bien résisté jusqu'à présent, mais cette résilience pourrait s'avérer trompeuse. L'incidence de la crise sur la Place est toujours difficile à apprécier à ce stade. Ainsi, le degré d'exposition du secteur bancaire luxembourgeois au risque souverain italien, espagnol, grec et portugais demeure important. L'absence d'un fonds de résolution luxembourgeois accentue encore cette vulnérabilité. Une grande vigilance reste de mise dans ce contexte, de même qu'une organisation institutionnelle plus efficace.

Le PIB en niveau aura stagné de la fin 2007 au début de 2011, alors que le taux « normal » de croissance était jusqu'à présent estimé à 4 % au Luxembourg. Cet impressionnant décrochage oblige les autorités luxembourgeoises à faire face à la réalité et à adopter résolument les réformes structurelles qui s'imposent, faute de quoi le Luxembourg sera incapable d'affronter les défis actuels. Le marché du travail doit impérativement être réformé, pour des raisons économiques et surtout sociales. Le taux de croissance de l'emploi a connu au Luxembourg une décélération particulièrement marquée. Alors que l'emploi croissait encore à un rythme annuel supérieur à 5 % juste avant la récession, il est actuellement en pleine stagnation. Il en résulte un taux de chômage historiquement élevé, de l'ordre de 6 %. Ce taux est pourtant flatté par la non-comptabilisation des travailleurs frontaliers ainsi que par le recours au chômage partiel et aux mesures pour l'emploi.

L'enracinement du chômage au Luxembourg est notamment le reflet du dérapage spectaculaire du coût salarial unitaire par rapport à nos principaux partenaires commerciaux, qui sévit sans discontinuer depuis la fin des années quatre-vingt-dix. L'appartenance du Luxembourg à une union monétaire nous oblige pourtant à faire preuve d'une grande responsabilité en ce qui concerne la compétitivité et les finances publiques. Après les réformes adoptées dans de nombreux pays, le Luxembourg est désormais parmi les plus mauvais élèves de la zone euro en matière de coût salarial unitaire et de productivité. Le maintien de l'actuel mécanisme d'indexation des salaires aux prix n'est pas compatible avec notre appartenance à la zone euro. L'indexation intégrale est d'autant plus pernicieuse que l'inflation luxembourgeoise a systématiquement excédé celle de la zone euro et des pays voisins au cours de la dernière décennie. Nos projections d'inflation laissent augurer la poursuite de cette tendance au cours des prochaines années sans actions résolues en la matière.

Faute de dévaluation externe, le Luxembourg doit procéder au plus vite à une « dévaluation interne », passant par une modération des coûts. Des pressions en ce sens pourraient d'ailleurs prochainement s'opérer au niveau européen, comme l'indique la mise en place d'un groupe de travail institué auprès du Président du Conseil européen, qui vise notamment à mettre en place des mécanismes multilatéraux de surveillance de la compétitivité. Le Luxembourg doit redresser une productivité en berne, notamment à travers une réelle stratégie de diversification économique. Une redistribution interne des dépenses publiques en faveur de dépenses porteuses d'avenir telles que l'éducation, la formation et la recherche favoriserait une telle stratégie. Elle assurerait un accroissement plus soutenu de la productivité et partant une évolution plus favorable de notre coût salarial unitaire. Le dérapage de ce dernier est si spectaculaire que nous devons faire feu de tout bois à cet égard.

Le deuxième aspect du retour à la réalité concerne les finances publiques. La BCL attire depuis de nombreuses années l'attention sur le dérapage tendanciel de nos finances publiques, ce qui lui a d'ailleurs valu le qualificatif de « Cassandre ». Notre seul tort en la matière est peut-être d'avoir sous-estimé l'ampleur du dérapage. Les données officielles indiquent que les Administrations publiques luxembourgeoises auraient accusé un déficit de 0,7 % du PIB en 2009. En 2010, elles devraient selon nos projections enregistrer pour la première fois depuis l'établissement des comptes SEC 95 un déficit proche de 3 % du PIB. Ce seuil serait dépassé à partir de 2011, sous l'effet d'une forte diminution du produit de l'impôt sur le revenu des collectivités et d'une croissance toujours soutenue des dépenses courantes. La dette publique s'établirait à 29 % du PIB en 2012, soit le quadruple du niveau encore enregistré en 2007.

Les mesures annoncées le 5 mai 2010 permettraient selon des estimations purement statiques de réduire le déficit des Administrations publiques d'un peu plus de 1 % du PIB à partir de 2011. Selon nos estimations, ces mesures reposent sur une réduction des dépenses courantes à raison d'un quart de l'effort global tout au plus, la hausse de la pression fiscale représentant plus de la moitié de cet effort. Une consolidation portant davantage sur les dépenses courantes aurait permis d'éviter un recours massif à des mesures contraires à la tradition luxembourgeoise de « stabilité fiscale », qui vont abaisser un potentiel de croissance déjà affecté par la crise.

La prise en compte de l'effet de retour négatif de la pression fiscale accrue, sur l'offre de travail notamment, réduit de plus de la moitié les retombées budgétaires attendues des nouvelles mesures. Les soldes publics s'amélioreraient non pas de 1 % du PIB suite aux nouvelles mesures, mais à raison de moins de 0,4 % du PIB à terme selon notre modèle d'équilibre général – qui prend en compte l'incidence économique négative du rehaussement des impôts. La BCL a toujours plaidé pour un assainissement assis sur un ralentissement sensible de la hausse des dépenses courantes – le Luxembourg détient quasiment le record d'Europe en matière de pro-

gression des dépenses. Seule une consolidation de ce type permettrait d'assainir durablement les finances publiques. A l'inverse, une austérité reposant essentiellement sur une augmentation de la pression fiscale revient à nager à contre-courant. Elle occasionne un moindre dynamisme de l'économie, qui pénalise à son tour les finances publiques de sorte que l'économie nette est *in fine* assez réduite. Un rapport « qualité – prix » médiocre, en somme.

L'effort de consolidation présenté par le Gouvernement ne représente qu'un premier pas bien insuffisant vers l'assainissement durable de nos finances publiques, qui sont hypothéquées par un déficit élevé de l'Administration centrale et par de considérables charges futures de la sécurité sociale. Seule une action résolue du Gouvernement, assise sur deux piliers, permettra d'assurer l'équilibre à long terme de nos finances publiques. Le premier pilier consiste à économiser 1,5 milliard d'euros d'ici 2014, comme annoncé dans la onzième actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg. Le second pilier comporterait une réforme structurelle de la sécurité sociale, portant en particulier sur cette bombe à retardement que constituent les pensions. Il importe de restaurer la neutralité actuarielle de ces prestations en appliquant le principe « pensions contre cotisations », ce qui revient à calculer de façon plus stricte les périodes assimilées telles que les années d'étude. Le décrochage de la croissance nous oblige également à rehausser l'âge effectif de départ à la retraite, qui est l'un des plus faibles d'Europe. Enfin, l'ajustement intégral des pensions aux salaires réels – dont la progression tend à dépasser la productivité – constitue un luxe intenable dans le sillage de la crise économique et financière. Il conviendrait à tout le moins de limiter cet ajustement aux pensions les plus faibles. Les soins de santé, dont la situation financière se dégrade à vue d'œil, doivent également être suivis de près par les autorités.

Si ces dernières se contentent des mesures annoncées le 5 mai 2010, le ratio d'endettement du Luxembourg pourrait excéder dès 2027 la valeur de référence de 60 % du PIB. Le ratio tendrait ensuite à augmenter de façon exponentielle, ce qui exigerait un effort d'assainissement particulièrement drastique par la suite. Une consolidation budgétaire précoce constitue la meilleure politique sociale, car elle permet d'éviter des ajustements beaucoup plus douloureux dans le futur.

Il est essentiel d'assortir ces ajustements quantitatifs d'améliorations qualitatives du cadre institutionnel de la politique budgétaire. La BCL a à plusieurs reprises recommandé ce qui fait actuellement l'objet de discussions avancées au niveau européen, à savoir l'institution d'une agence budgétaire indépendante. Au Luxembourg, une telle agence budgétaire permettrait de mieux coordonner les projections budgétaires et de faciliter le choix d'une trajectoire de désendettement appropriée. Il convient en outre d'instaurer une norme d'accroissement des dépenses publiques plus précise que la norme actuelle, qui découle d'un simple accord de coalition. La BCL a de façon répétée recommandé l'adoption de plafonds de dépenses pluriannuels et différenciés en fonction du type de dépenses. Le suivi de l'exécution d'une telle norme pourrait être dévolu à la nouvelle institution indépendante. Une présentation budgétaire axée sur des programmes d'activité et n'obéissant plus exclusivement à une logique administrative constituerait un bon complément de ces innovations. Le débat national relatif à une politique budgétaire efficace doit débiter sans tarder, parallèlement au débat sur la gouvernance économique au sein de la zone euro.

La BCL s'inscrit pour sa part résolument dans l'environnement européen, notamment de la zone euro. En témoigne par exemple le lancement, avec Clearstream, de LuxCSD, un nouveau service de dépositaire central de titres pour le Luxembourg et d'autres pays. LuxCSD permettra le dénouement de transactions sur titres en monnaie banque centrale, diminuant ainsi les risques pour les acteurs du marché financier. LuxCSD, qui devrait être opérationnel au premier semes-

tre 2011, permettra aux acteurs du marché luxembourgeois de bénéficier du dénouement de leurs transactions sur titres en monnaie banque centrale. Ce service se traduira par une diminution des risques. LuxCSD permettra également aux acteurs du marché luxembourgeois de se connecter à TARGET2 Securities, un projet essentiel de l'Eurosystème qui vise à réduire la fragmentation du marché dans le contexte européen du dénouement des titres.

Sur le plan législatif, la BCL suit de près les développements ayant trait à la nouvelle architecture institutionnelle européenne, notamment concernant le Comité européen de risque systémique (CERS) auquel la BCL sera étroitement associée. Au niveau national, des adaptations législatives portant notamment sur la loi organique de la BCL sont envisagées.

Yves Mersch