

1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL,
EUROPÉEN ET NATIONAL

13

1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL, EUROPÉEN ET NATIONAL

Fin janvier, le Fonds monétaire international (FMI) a publié une mise à jour de ses prévisions pour la croissance économique. Après un troisième trimestre 2007 robuste et au-delà des attentes, l'expansion économique mondiale a perdu en vigueur à la suite des turbulences sur les marchés financiers. La croissance de la production mondiale passerait de 4,9% en 2007 à 4,1% en 2008, ce qui constitue une révision à la baisse de 0,3 points de pourcentage par rapport aux projections datant d'octobre 2007.

Tableau 1
Projections du FMI pour le PIB réel et révisions par rapport aux projections précédentes
(en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2006	2007	2008
Monde entier	5,0	4,9 (0,2)	4,1 (-0,3)
Etats-Unis	2,9	2,2 (0,3)	1,5 (-0,4)
Zone euro	2,8	2,6 (0,1)	1,6 (-0,5)
Japon	2,4	1,9 (-0,1)	1,5 (-0,2)
Asie émergente	9,6	9,6 (-)	8,6 (-0,1)

Source: FMI

L'accroissement de la volatilité sur les marchés financiers a trouvé ses origines dans le secteur « subprime » américain, qui, dans le contexte de l'affaiblissement 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 des banques ainsi qu'une augmentation exceptionnelle des constitutions de provisions, forçant certaines banques à recapitaliser leurs bilans. Les marchés des actions ont été affectés d'abord, mais la volatilité s'est vite diffusée aux autres segments des marchés financiers (voir sous chapitre 2). L'anticipation d'une aggravation des problèmes et le doute quant à l'exposition des différents acteurs financiers aux actifs jugés problématiques ont alors amplifié l'incertitude. Finalement, les faiblesses du secteur immobilier résidentiel, conjuguées aux pertes du secteur financier ainsi qu'au resserrement des conditions de crédit appliquées par les banques, se sont soldées par un ralentissement important du secteur non-financier ainsi que par un retournement du marché de l'emploi. Le FMI estime que la croissance du PIB réel aux Etats-Unis passera de 2,2% en 2007 à 1,5% en 2008, en baisse de 0,4 points de pourcentage par rapport aux projections précédentes. La dynamique de croissance serait très faible lors de la première moitié de l'année, mais elle devrait s'accélérer par la suite, à la faveur d'un programme de relance du gouvernement fédéral, estimé aux environs de 1% du PIB.

Alors que l'affaiblissement du marché immobilier américain constitue a priori un problème purement domestique, le ralentissement économique s'est pourtant propagé au reste du monde par le biais d'un rythme plus atténué du commerce international, des turbulences sur les marchés financiers, ainsi que des pertes sur le portefeuille d'actifs détenus par des agents économiques en dehors des Etats-Unis. Le FMI a ainsi revu à la baisse ses projections de croissance pour toutes les régions du monde, et plus particulièrement pour la zone euro. L'Asie émergente en revanche résisterait plutôt bien au choc.

Malgré la décélération anticipée de la croissance et des révisions à la baisse, le FMI estime en plus que le scénario pourrait se détériorer davantage. Les principaux risques qui pèseraient sur le dynamisme sont la transmission accrue des problèmes d'Outre-Atlantique aux économies émergentes ainsi qu'une répercussion des turbulences financières à la demande domestique des économies développées.

En ce qui concerne la zone euro, la Commission européenne et l'Eurosystème s'accordent également sur le ralentissement économique, mais leurs projections macro-économiques récentes demeurent

néanmoins plus favorables que celles du FMI. Les révisions à la baisse sont également moins prononcées. La Commission européenne estime que la croissance du PIB réel devrait avoisiner les 1,8% en 2008, en retrait de 0,4 points de pourcentage par rapport à l'exercice d'octobre 2007. Ce scénario englobe une dynamique trimestrielle relativement molle, de l'ordre de 0,3% à 0,4% pendant les quatre trimestres, ce qui la situerait en-dessous de sa croissance moyenne historique, mais qui serait comparativement supérieure au dynamisme attendu pour les Etats-Unis. De même, ce scénario n'incorpore pas de période de baisse du niveau d'activité, voire de période de récession.

Le staff de la Banque centrale européenne pour sa part anticipe une croissance entre 1,3% et 2,1% en 2008 et entre 1,3% et 2,3% en 2009. Les fondamentaux de la zone euro demeurent sains et l'économie n'est pas fragilisée par des déséquilibres majeurs. Pourtant, par rapport à l'exercice de l'Eurosystème de décembre 2007, ces projections ont été revues à la baisse sur fond du cumul des demandes externe et domestique plus faibles. Le recul de la croissance des exportations reflète d'une part l'impact du ralentissement conjoncturel, à la fois aux Etats-Unis comme dans d'autres économies développées et, d'autre part, l'impact adverse de l'appréciation de l'euro au cours des derniers trimestres. Conjugué à une modération des profits des entreprises et des conditions financières moins propices, cet impact devrait aussi aboutir à un affaiblissement du dynamisme de l'investissement. La consommation privée ressentirait certes l'impact adverse de la hausse des prix des matières premières sur le revenu disponible des ménages, mais son dynamisme serait porté par la croissance de l'emploi.

Le Conseil des gouverneurs connaît que l'incertitude autour des projections de croissance économique demeure anormalement élevée, et il estime que les risques sont orientés à la baisse. Ces risques sont notamment liés aux turbulences des marchés financiers qui pourraient avoir un impact plus important qu'anticipé actuellement. La tendance à la hausse affichée par les prix des matières premières pourrait s'aggraver davantage et la zone euro n'est pas à l'abri d'un ajustement abrupt des déséquilibres globaux.

Tableau 2

Projections des deux institutions et révisions des projections par rapport à leur exercice précédent
(en taux de variation annuel)

	2007	Commission européenne - 2008	Banque centrale européenne - 2008	Banque centrale européenne - 2009
IPCH	2,1	2,6 (+0,5)	2,6 - 3,2 (+0,4)	1,5 - 2,7 (+0,3)
PIB réel	2,6	1,8 (-0,4)	1,3 - 2,1 (-0,3)	1,3 - 2,3 (-0,3)
Consommation privée	1,6	-	1,1 - 1,7	1,0 - 2,4
Investissement	4,6	-	0,5 - 3,1	0,2 - 3,4
Consommation publique	1,9	-	1,1 - 2,1	1,0 - 2,0
Exportations	5,7	-	2,6 - 5,6	3,1 - 6,3
Importations	4,9	-	2,0 - 5,4	2,9 - 6,3

Source: Commission européenne, Banque centrale européenne

Malgré le ralentissement économique anticipé, les deux institutions ont fortement revu à la hausse leurs scénarii d'inflation. La progression annuelle moyenne de l'IPCH devrait donc s'accélérer en 2008. Selon la Commission européenne, l'augmentation de l'IPCH se chiffrerait à 2,6% en 2008, contre 2,1% en 2007, ce qui constituerait le taux le plus élevé depuis l'avènement de la monnaie unique. Les projections centrales du staff de la Banque centrale européenne datant de mars 2008 sont encore plus élevées. L'inflation devrait s'établir entre 2,6% et 3,2% en 2008, et entre 1,5% et 2,7% en 2009. Par rapport à l'exercice de l'Eurosystème de décembre 2007, les intervalles de projections ont été revus à la hausse, reflétant essentiellement les hausses récentes des prix des biens alimentaires et des prix de l'énergie. Ils se basent en plus sur l'hypothèse que le choc sur les prix des matières premières s'estompera graduellement et que les pressions à la hausse résultant des coûts salariaux et des marges de profit demeureront contenues.

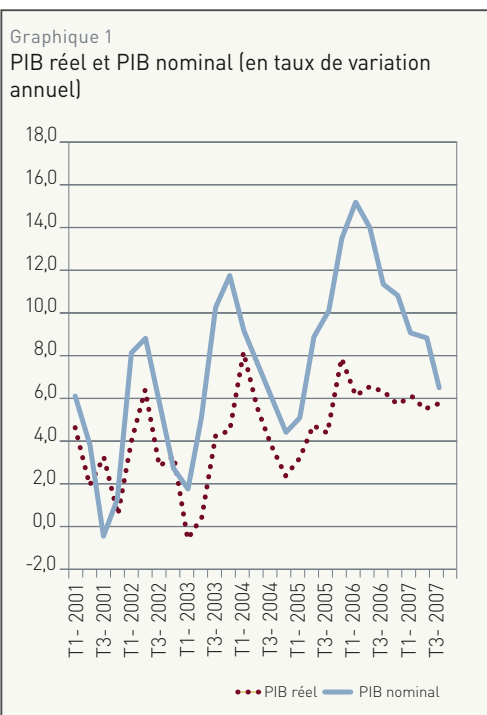
Nonobstant l'accélération de l'inflation à court terme et la détérioration du scénario à moyen terme, les risques pesant sur la stabilité des prix demeurent orientés à la hausse. Ils sont liés d'une part à une accentuation de l'inflation des prix des matières premières. D'autre part, les pressions à la hausse sur les prix à la consommation d'origine salariale pourraient s'amplifier. Le niveau des taux d'utilisation des capacités de production reste élevé et le marché de l'emploi a tendance à se resserrer. Les entreprises pourraient également disposer d'un pouvoir de marché plus important, surtout dans les secteurs où la concurrence est moins intense. Finalement, il se pourrait que l'impact sur les prix provenant des mesures gouvernementales, que ce soit à travers la taxation indirecte ou les prix administrés, soit plus important que prévu.

Du côté de l'économie luxembourgeoise, les comptes nationaux trimestriels disponibles pour les trois premiers trimestres de l'année 2007 esquissent une croissance toujours relativement favorable. Sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, la progression trimestrielle du PIB réel se serait chiffrée à 0,7% au troisième trimestre, à peu près au même niveau qu'au trimestre précédent. Cette croissance est certes inférieure à la moyenne des dix dernières années (1,2%), mais elle constitue néanmoins une performance appréciable dans le contexte d'une baisse trimestrielle de la production industrielle ainsi qu'une détérioration des résultats dans le secteur bancaire. Il s'est également avéré qu'au tournant de l'année 2006/2007, l'économie s'était portée mieux qu'initialement escomptée. Ainsi, les taux de croissance pour le quatrième trimestre 2006 et le premier trimestre 2007 ont été revus à la hausse, portant l'acquis de croissance à la fin du troisième trimestre 2007 pour l'année 2007 à désormais 5,0%. Sur base des estimations disponibles pour les trois premiers trimestres de l'année 2007, il est fort probable que la croissance du PIB réel pour l'année entière ait été supérieure à nos projections telles que publiées en décembre 2007.

Le PIB réel est un agrégat macroéconomique qui, d'un point de vue comptable, est obtenu en déflatant le PIB nominal par son prix, le déflateur du PIB. Or, celui-ci est un agrégat particulièrement difficile à chiffrer en raison des difficultés d'estimation du prix de la valeur ajoutée des services en général, et des services financiers en particulier. Le PIB nominal, qui reprend les deux composantes « volume » et « prix » du PIB, peut donc fournir une information complémentaire au PIB réel, surtout dans un contexte de fortes variations

des marchés financiers où l'estimation du déflateur du PIB s'avère particulièrement laborieuse. Son profil de croissance suggère que l'économie luxembourgeoise a connu son sommet conjoncturel au début de l'année 2006 et qu'elle se trouve désormais dans la phase descendante du cycle. La croissance en glissement annuel du PIB nominal s'est progressivement ralentie jusqu'au troisième trimestre 2007, par opposition à la dynamique au PIB réel qui indique une stabilisation de la croissance - certes à un niveau élevé - sur la même période (voir graphique 1). Cette baisse de la croissance du PIB nominal s'est vraisemblablement aussi poursuivie au quatrième trimestre 2007 ainsi qu'au début de l'année 2008 dans le sillage du ralentissement dans la zone euro et de l'accroissement de la volatilité des marchés financiers.

La crise des « subprime » aux Etats-Unis ainsi que les turbulences sur les marchés financiers auront un impact adverse sur la croissance. En raison de la structure de l'économie, ce choc sera ressenti davantage au Luxembourg que dans les autres pays de la zone euro. A l'heure actuelle, les données du compte de pertes et profits agrégé permettent d'en estimer l'impact sur les résultats opérationnels du secteur bancaire (voir sous 3.1.5). Les revenus nets sur commissions s'affichent en nette décélération depuis le premier trimestre 2007 et les constitutions nettes de provisions avoisinent les niveaux de l'année 2002. L'évolution de l'emploi suggère cependant que les banques ont gardé le moral et qu'elles n'ont pas encore jugé nécessaire d'adapter leur politique de recrutement.



Source: STATEC

L'emploi a notamment progressé de 2,2% lors de la deuxième moitié de l'année. En revanche, si la volatilité accrue sur les marchés financiers persistait, voire s'accroissait davantage, la dynamique de l'emploi devrait également s'essouffler sous peu.

Une mise à jour des projections d'inflation datant de décembre 2007¹ indique que le scénario s'est légèrement détérioré. L'inflation s'accélérait donc en 2008, et ceci dans un contexte de ralentissement économique.

HYPOTHÈSES

Mi-février, l'euro cotait aux environs de 1,46 USD/EUR, soit pratiquement au même niveau que lors des projections précédentes. Le prix du Brent s'est quant à lui établi simultanément autour de 91\$/bl et les marchés à terme anticipent quasiment une stabilisation du prix jusqu'à la fin de l'année 2008. En somme, la stabilisation de l'euro et la légère révision à la hausse du prix du pétrole exprimé en dollar ont entraîné une révision marginale à la hausse, en moyenne de 2%, des hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euro. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en euro s'accélérait à nouveau en 2008, de l'ordre de 17,2% par rapport au prix moyen de 2007. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3
Hypothèses sous-jacentes aux projections d'inflation

	2006	2007	2008	07-T3	07-T4	08-T1	08-T2	08-T3	08-T4
Prix du pétrole (Brent) en \$	65,4	72,7	90,6	75,0	88,9	91,4	90,7	90,3	89,9
Taux de change \$/€	1,26	1,37	1,46	1,37	1,45	1,47	1,46	1,46	1,46
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	1,3	17,2	-0,8	32,5	40,7	21,6	13,0	0,2

Source: BCL

RESULTATS

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPC énergie connaîtrait à l'instar de l'IPC énergie une évolution nettement défavorable en 2008. Après une année 2007 marquée par la stabilisation du prix du pétrole, le taux d'inflation des produits énergétiques s'accélérait à nouveau fortement, de 2,7% en 2007 à 8,0% en 2008, contribuant donc à l'accélération de l'inflation globale. Le profil inter-temporel de l'inflation des produits énergétiques suggère une inflation particulièrement élevée lors des trois premiers trimestres de l'année, et elle ne baisserait que vers la fin 2008 en raison de l'émergence d'effets de base plus favorables sur le dos d'un prix du pétrole supposé constant (voir graphique). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été légèrement révisées à la hausse, les projections pour l'inflation de l'IPC énergie l'ont été également, en moyenne de 0,7pp en 2008.

Pour ce qui est de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les données de fin 2007 n'ont pas recélé de surprises majeures par rapport à nos projections antérieures. On a cependant pu noter une légère sous-estimation de l'impact de la hausse des prix des matières premières agricoles sur les biens alimentaires traités. A cela vient se greffer l'observation que le prix du blé tel que traité sur les marchés internationaux s'est récemment à nouveau accéléré. Les marchés à terme indiquent aussi que cette hausse devrait perdurer pendant plusieurs mois ce qui accroît le risque de la diffusion aux prix des biens alimentaires tels que le pain et les céréales. Leur hausse des prix sera probablement plus importante qu'escomptée initialement. En moyenne, l'inflation de l'IPC à l'exclusion de l'énergie s'accélérait pour la troisième année consécutive, de 2,3% en 2007 à 2,5% en 2008, un scénario légèrement plus défavorable que lors des projections de décembre 2007.

1 Voir Bulletin 2007/2 BCL, pp.26-29

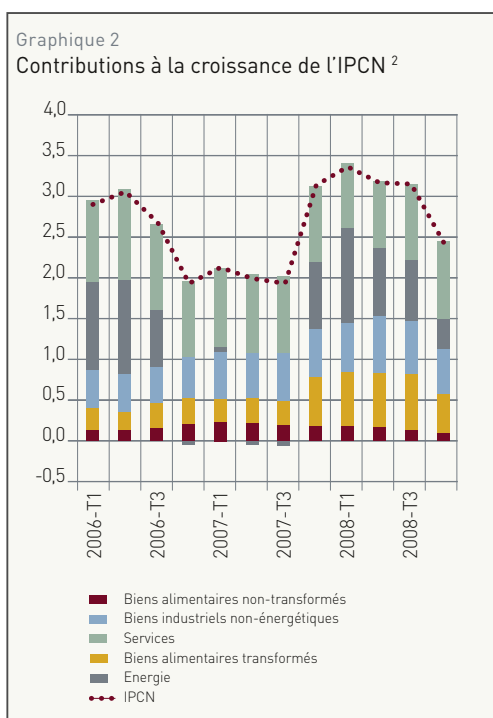
Le sursaut de l'inflation globale vers la fin de l'année passée n'a pas été temporaire et l'inflation devrait se maintenir au-dessus des 3% jusqu'au troisième trimestre 2008 sous l'effet concomitant du choc pétrolier et de la hausse des prix des matières premières agricoles. Ce n'est que vers la fin de l'année 2008, lorsque ces deux chocs se dissiperaient progressivement qu'une baisse du taux d'inflation autour des 2,5% serait envisageable (voir graphique). En moyenne, l'inflation globale s'accélérait considérablement, de 2,3% en 2007 à 3,0% en 2008 – le taux le plus élevé des huit dernières années – tout en restant supérieure à celle des pays voisins. Pour ce qui est de l'IPCH, le scénario est similaire. Le taux d'inflation moyen s'accélérait de 0,8pp, de 2,7% en 2007 à 3,5% en 2008. Par rapport à l'exercice précédent, les projections de l'IPCN et de l'IPCH ont été marginalement ajustées à la hausse.

Tableau 4

Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2007	2008	2 ^e semestre 2007	1 ^e semestre 2008	2 ^e semestre 2008
IPCN	2,3	3,0 (0,1)	2,6	3,3 (0,1)	2,8 (0,2)
IPCN hors énergie	2,3	2,5 (0,1)	2,4	2,5 (0,1)	2,5 (0,1)
IPCH	2,7	3,5 (0,1)	3,1	3,9 (-)	3,0 (0,2)
IPCH énergie	2,7	8,0 (0,7)	5,7	11,2 (-)	5,0 (1,3)
IPCH excluant l'énergie	2,7	2,8 (-)	2,7	2,9 (-)	2,8 (-)

Source: BCL



Sources: STATEC, projections BCL

Le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique due pour le mois de décembre 2007 a été reporté au 1^{er} mars 2008 suite à la modulation du mécanisme d'indexation telle que contenue dans les dispositions afférents de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires. Conformément aux mêmes dispositions, et, sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévue pour le troisième trimestre 2008. Dans cette configuration, le paiement de cette tranche indiciaire serait reporté, selon les termes de la loi du 27 juin 2006, au début de l'année 2009.

2 Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

