



2 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL, EUROPÉEN ET NATIONAL

Après avoir connu la récession la plus sévère depuis la seconde guerre mondiale, **l'économie mondiale** a renoué avec des taux de croissance du PIB positifs à partir du second trimestre de 2009, à la faveur des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes et de la reconstitution des stocks. Très accommodantes, les politiques monétaires se sont traduites par des taux d'intérêt à court terme atteignant des niveaux planchers, jamais observés auparavant dans la majeure partie des pays émergents et développés. Les pouvoirs publics ont, par ailleurs, veillé au redressement du secteur financier. Enfin, des politiques budgétaires volontaristes ont fortement limité les effets de la crise sur l'économie mondiale. Cependant, les effets de ces politiques devraient s'affaiblir graduellement. En conséquence, la reprise de l'économie mondiale devrait rester contenue, à moins que la demande privée ne s'avère plus dynamique qu'escompté.

Au printemps 2010, le FMI a révisé à la hausse ses prévisions relatives à la croissance de l'économie mondiale. Il s'attend désormais pour 2010 à un PIB réel en progression de 3,9% par rapport à l'année 2009, ce qui représente une révision à la hausse de 0,8 point de pourcentage (pp) comparativement aux projections économiques mondiales d'octobre 2009. Pour l'année 2011, le FMI anticipe une légère accélération de la croissance mondiale, à 4,3%, en progression de 0,1 pp par rapport aux projections d'octobre 2009. Malgré ces révisions à la hausse, le FMI continue à s'attendre à ce que la reprise dans les pays développés demeure assez contenue par rapport aux épisodes de reprise observés dans le passé. Le niveau élevé du chômage et de l'endettement public, de même que la fragilité de la situation patrimoniale des ménages dans certains pays, sont à la base de ce manque de dynamisme. Enfin, les tensions inflationnistes devraient rester contenues en raison des faibles taux d'utilisation des capacités de production d'une part et d'anticipations d'inflation qui demeurent modérées d'autre part.

Une des spécificités de la reprise actuelle réside dans les disparités régionales. La dynamique de la reprise affiche une forte hétérogénéité d'une région du monde à l'autre et le FMI s'attend à ce que ces différences persistent au cours des années à venir.

Après avoir atteint 2,1% en 2009, la croissance dans les pays émergents et en développement devrait s'élever à 6,0% en 2010 et 6,3% en 2011. Cette évolution favorable s'expliquerait en grande partie par la forte réactivité des autorités publiques au lendemain de la crise, en particulier en Asie. Les mesures adoptées ont permis d'atténuer les répercussions, sur les économies de ces pays, de la récession émanant des pays développés tout en permettant d'attirer rapidement de nouveaux flux de capitaux.

Aux Etats-Unis, la reprise observée au cours de ces derniers mois s'explique essentiellement par une politique budgétaire volontariste et une politique monétaire très accommodante ainsi que par le processus de reconstitution des stocks. Ces effets temporaires devraient cependant s'amenuiser à partir de la mi-2010. La consommation et la demande privées devraient cependant contribuer plus significativement à la croissance. Le FMI a sensiblement révisé à la hausse sa prévision de croissance pour les Etats-Unis relative à l'année 2010 (+1,2 pp par rapport à octobre dernier), la portant à 2,7%, suite notamment à la vigueur inattendue de la consommation privée. Pour l'année 2011, il prévoit une croissance s'établissant à 2,4%.

En ce qui concerne **la zone euro**, les plus récentes projections de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 0,4% et 1,2% en 2010 et entre 0,5% et 2,5% en 2011. Comparativement aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème de décembre 2009, le point central de la prévision relative à 2010 demeure inchangé. En revanche, la fourchette de croissance projetée a été révisée à la hausse pour 2011, de +0,3 point de pourcentage, tant pour le point central que pour les extrémités. La croissance observée dans la zone euro depuis la mi-2009 a été stimulée par les exportations, dans un

contexte de redynamisation du commerce international. Des facteurs temporaires, comme les stimuli fiscaux et la reconstitution des stocks, ont aussi contribué à soutenir la croissance. Selon la BCE, ces effets vont s'atténuer et la croissance du PIB en 2010 serait modérée. L'activité devrait cependant revenir progressivement à des niveaux plus soutenus en 2011.

Dans un environnement marqué par l'incertitude, le conseil des gouverneurs estime que les risques entourant ces projections sont globalement équilibrés. La confiance des acteurs de l'économie est susceptible de s'améliorer plus rapidement que prévu. En conséquence, l'économie mondiale et le commerce international pourraient se redresser plus fortement qu'anticipé. De plus, les effets des plans de relance macroéconomique et des autres mesures prises par les autorités pourraient être plus importants qu'escompté. En revanche, des inquiétudes persistent quant à des interactions négatives plus fortes ou plus durables qu'attendu entre l'économie réelle et le secteur financier, à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à l'intensification des pressions protectionnistes et à la possibilité de fluctuations déstabilisatrices des marchés induites par l'ajustement des déséquilibres mondiaux.

Les prévisions de mars de la BCE se rapportant à la zone euro pour 2010 sont légèrement moins favorables que celles du FMI, tandis qu'elles sont globalement en ligne pour 2011. Notons aussi qu'entre octobre 2009 et janvier 2010, le FMI a revu ses prévisions pour la zone euro à la hausse, à raison de 0,7 pp et 0,3 pp pour 2010 et 2011, respectivement. Dans ce cadre, il convient de noter que l'incertitude induite par la crise a conduit à d'inévitables révisions des projections des différentes institutions (*voir encadré 2.1*).

Tableau 2.1 :
Projection du PIB réel pour le monde, les Etats-Unis, la zone euro et le Luxembourg

	2009	2010	2011
Monde	-0,8	3,9	4,3
Etats-Unis	-2,5	2,7	2,4
Zone euro - FMI	-3,9	1,0	1,6
Zone euro - BCE	-4,0	0,4 à 1,2	0,5 à 2,5
Luxembourg- BCL	-4,0 à -3,4	1,4 à 2,4	1,5 à 3,0

Encadré 2.1 :

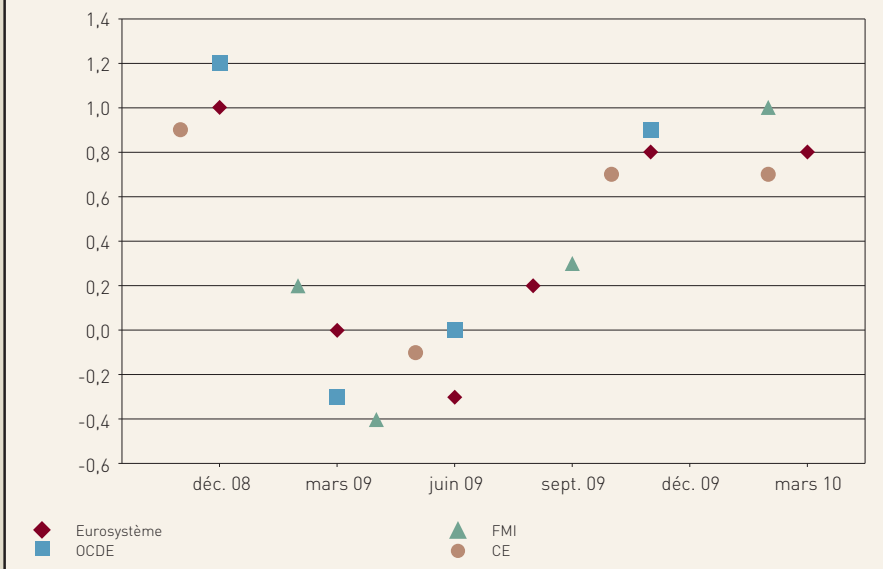
INCERTITUDE ET RÉVISIONS DES PROJECTIONS DES DIFFÉRENTES INSTITUTIONS

La récession s'est installée dans les économies développées au premier semestre de l'année 2008 et la dégradation conjoncturelle s'est amplifiée au tournant de l'année 2008/2009 avec la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers. La récession est dès lors devenue la plus sévère depuis plusieurs décennies, aussi bien en termes de durée que d'amplitude. Elle s'est étalée sur cinq trimestres – tant au sein de la zone euro qu'au Luxembourg – et s'est soldée par une baisse cumulée du niveau du PIB réel de près de 5% dans la zone euro et de 8% au Luxembourg.

Dans ce contexte exceptionnel, les révisions des projections ont été historiquement élevées. Les graphiques 2.1 et 2.2 présentent les projections de croissance de différentes institutions pour l'année 2010, au sein de la zone euro et au Luxembourg. L'évolution de ces projections est visiblement marquée par les développements conjoncturels relatifs à la période 2008-2009. Au début du mois d'octobre 2008, à peine deux semaines après la faillite de Lehman Brothers, les principales institutions s'accordaient encore sur une croissance de l'ordre de 1% pour la zone euro et de 3% pour le Luxembourg. Par contre, vers la mi-2009, soit au plus profond de la récession, elles projetaient unanimement des taux nuls

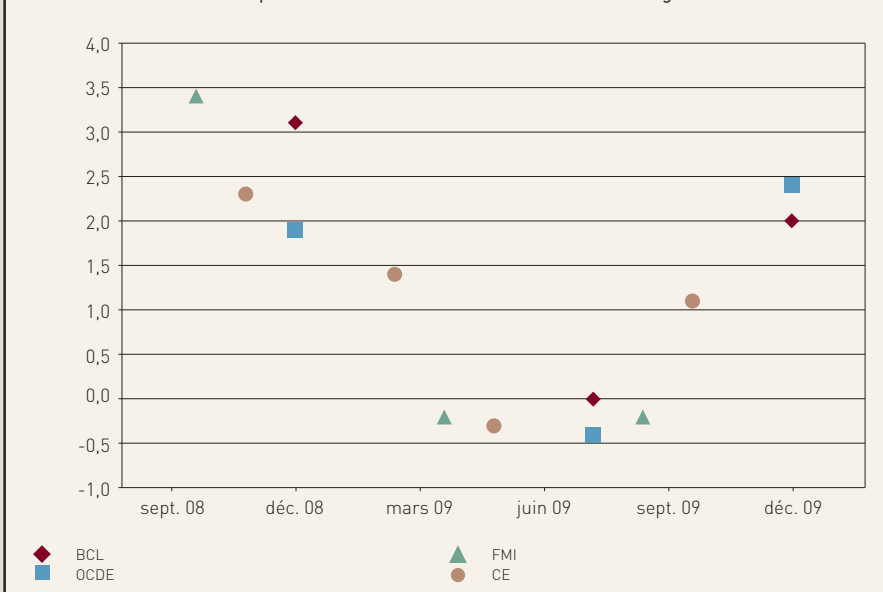
ou négatifs. Depuis lors, des révisions à la hausse se sont manifestées. Les taux projetés pour 2010 sont à nouveau positifs, sans pour autant atteindre les taux anticipés à la fin de l'année 2008. Cette inflexion favorable des projections de croissance n'implique nullement que la zone euro et le Luxembourg soient sur le point d'effacer les effets de la crise. Le niveau du PIB en volume tel qu'il est actuellement prévu pour 2010 est en effet nettement plus bas qu'anticipé à la fin de 2008.

Graphique 2.1
Prévisions des institutions internationales pour la croissance du PIB réel dans la zone euro en 2010



Sources : Eurosysteme, OCDE, FMI, CE

Graphique 2.2
Prévisions des institutions pour la croissance du PIB réel au Luxembourg en 2010

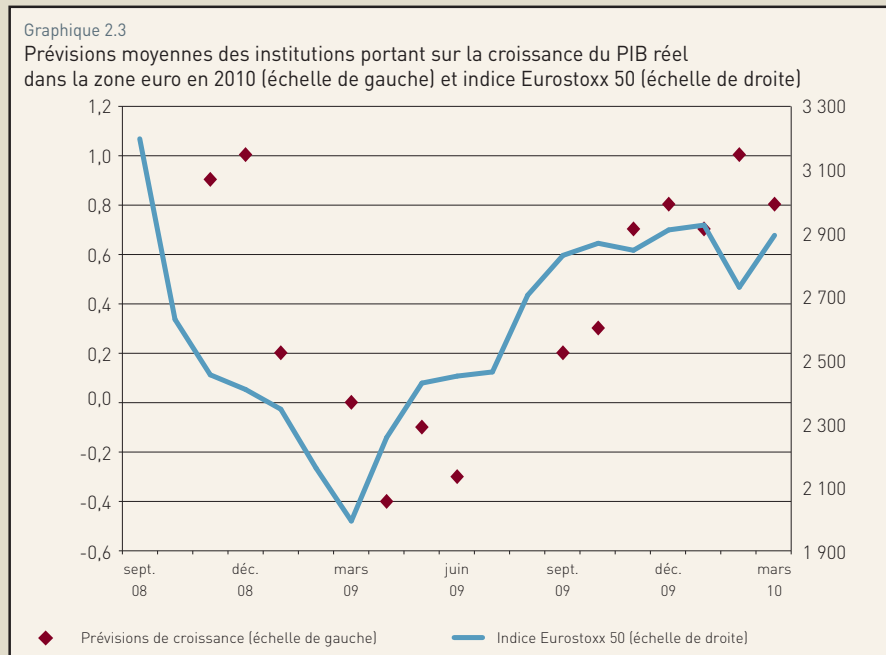


Sources : BCL, OCDE, FMI, CE

Plus l'horizon de prévision est court, plus la projection tend à s'affermir. Ainsi, les ajustements des prévisions de croissance relatives à 2010 devraient s'amenuiser au cours des prochains mois, des chocs négatifs ou positifs étant plutôt susceptibles d'exercer un impact sur les prévisions de croissance relatives à l'année 2011. Néanmoins, à l'heure actuelle, il n'est nullement acquis que la progression moyenne s'établira en 2010 aux alentours de 0,8% dans la zone euro. Les prévisions se rapportant à l'année 2009 sont très illustratives à cet égard. Alors que les prévisions publiées en mars 2009 tablaient encore sur une baisse du PIB réel d'un peu moins de 3% en 2009, l'activité s'est finalement repliée de quelque 4% au cours de cette dernière année.

Une augmentation de l'incertitude macroéconomique va souvent de pair avec une évolution défavorable des marchés financiers, sans qu'il soit aisé de dégager le sens de la causalité entre ces deux catégories de variables. Le manque de visibilité macroéconomique se manifeste surtout lors des évolutions conjoncturelles défavorables, qui induisent des révisions fréquentes, substantielles et à la baisse d'indicateurs tels que la crois-

sance du PIB. A l'inverse, une amélioration de la conjoncture se traduit généralement par une moindre incertitude entourant les projections et par une évolution plus favorable des marchés financiers. Ce co-mouvement est parfaitement illustré par le graphique 2.3. Ainsi, les cours de bourse ont subi une diminution marquée de septembre 2008 à mars 2009, qui s'est manifestée parallèlement aux ajustements à la baisse des perspectives de croissance. Les cours se sont en revanche redressés durant la phase caractérisée par une amélioration des perspectives macroéconomiques.



Sources : Eurosysteme, OCDE, FMI, CE

Les projections de décembre 2009 de la BCL concernant le **Luxembourg** tablaient sur un retour à une croissance positive mais modérée, en particulier à l'aune des taux de croissance élevés traditionnellement enregistrés. En outre, la croissance projetée pour 2010 était dans une large mesure imputable à un acquis de croissance favorable à la fin de 2009. Les projections macroéconomiques de décembre de la BCL tablaient sur une hausse du PIB comprise dans une fourchette allant de -4,0% à -3,4% en 2009 (après une progression nulle en 2008) et entre +1,4 et +2,4% en 2010.

Les informations les plus récentes tendent globalement à corroborer ces attentes. Selon les comptes nationaux publiés au début du mois d'avril 2010, le PIB réel aurait en définitive diminué à concurrence de 3,4% en 2009, ce qui correspond exactement à l'extrémité haute de la fourchette de projection de la BCL. Cette forte décrue a cependant surtout affecté le premier semestre de l'année. Ainsi, les taux de croissance en glissement annuel ont affiché des valeurs résolument négatives, égales à -6,0 et -7,6% respectivement, au premier et au second trimestre de 2009. Ce profil a cependant subi une importante mutation au troisième trimestre, qui a vu le PIB réel progresser de quelque 4,8% par rapport au trimestre précédent sous l'effet, notamment, d'exportations dynamiques. En conséquence, le PIB enregistré au troisième trimestre n'a décrû que de 1,1% par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. Cette tendance à la stabilisation s'est poursuivie au quatrième trimestre de 2009. En dépit d'un léger fléchissement, de 0,2%, par rapport au trimestre précédent, ce trimestre a renoué avec un taux de variation en glissement annuel