



www.fondation-idea.lu

« Le Luxembourg au carrefour décisif : Comment réinventer la croissance sous contrainte budgétaire ? »

Avis annuel sur la situation économique, sociale et financière du Grand-Duché de Luxembourg – 2014

Luxembourg, le 20 mars 2014

Avant propos

Un avis pas comme les autres

IDEA a.s.b.l. est un laboratoire d'idées, un « Think Tank » autonome, pluridisciplinaire et ouvert, créé à l'initiative de la Chambre de Commerce. Il s'agit d'une plateforme de réflexion transparente et capable de fonctionner à géométrie variable en fonction des sujets abordés. Constitué sous forme d'ASBL, IDEA est doté d'une identité visuelle et d'outils de communication propres - et ce premier avis annuel en fait bien sûr partie - lui permettant de diffuser des pistes de réflexion et des idées novatrices de manière efficace.

IDEA est administré par un Conseil d'administration (CA). Le CA a les pouvoirs les plus étendus pour gérer l'association. Il en définit les orientations et les priorités générales en concertation avec le Conseil scientifique (CS).

Son ambition est de participer au débat socio-économique à travers des analyses économiques de qualité et des pistes audacieuses, de les présenter et de les discuter en public, d'en débattre contradictoirement, grâce à différents outils - en ligne et « hors ligne » - et avec des publics variés. En ce sens, au-delà de ses propres contributions, IDEA souhaite aussi proposer un forum où puissent naître de nouvelles idées.

Les positions et pistes de réflexion que nous développons dans le présent avis annuel ou dans les publications que nous mettrons au point par la suite ne sont pas gravées dans le marbre. Nous n'avons pas la vérité absolue, mais nous souhaitons placer des thèmes à l'agenda luxembourgeois et en débattre tant avec les experts qu'avec le grand public.

Le présent avis est une double première. Il s'agit, d'une part, de la première contribution mise au point par IDEA. Deuxièmement, il s'agit du premier avis annuel dans une série dont nous souhaitons qu'elle devienne, bientôt, une contribution attendue. IDEA souhaite en effet publier « son » avis annuel avant les grandes échéances européennes du printemps, en vue d'alimenter le débat et de fournir une lecture critique de « l'état socio-économique du Luxembourg » à un moment de l'année où il n'est pas encore trop tard pour thématiser l'année en cours.

Cet avis annuel est très riche, frôle beaucoup de dimensions, met en garde, avance des pistes de réflexion et de solution, ose citer des risques et des défis. Fidèlement au leitmotiv d'IDEA qu'il s'agit avant tout de contribuer à l'amélioration de la qualité du débat et de l'analyse socio-économiques et à l'anticipation des défis de l'avenir avec la proposition de solutions pratiques et innovantes, il est absolument clair qu'aucun lecteur ne sera « d'accord » avec tout ce qui y est dit. IDEA espère simplement que ses contributions permettent d'initier des discussions animées sur un large vivier de thèmes.

Sur une note plus personnelle, je retiens de cette édition 2014 de l'avis annuel que le Luxembourg ne doit pas tomber dans le piège de l'autosatisfaction, voire de la complaisance. La conjoncture européenne et mondiale va mieux, sans aucun doute, mais il y a davantage de risques baissiers que de risques haussiers : essoufflement relatif des pays émergents, résurgence possible des tergiversations dans la périphérie de la zone euro, instabilité politique et j'en passe. Et même si, comme nous l'espérons tous, les principaux risques baissiers ne se matérialisaient pas, notre pays doit « faire ses devoirs ». L'avis lance 10 pistes à cet égard. La conjoncture n'a jamais proposé des

solutions aux défis des structures et elle ne le fera jamais, il faut donc engager des réformes structurelles afin d'améliorer les perspectives de croissance. L'avis rappelle par ailleurs que le meilleur moyen d'assainir durablement nos finances publiques, c'est de s'assurer que notre moteur économique retrouve sa vigueur ; les deux chantiers (assainissement budgétaire et renouveau économique) sont donc à mener de front.

Je vous souhaite une excellente lecture. N'hésitez pas à nous faire part - dans toutes les langues - de vos critiques, remarques, contributions, idées... sur notre site Internet : www.fondation-idea.lu

Marc Wagener

Directeur chargé des affaires courantes

Table des matières

1. INTRODUCTION	7
2. PERSPECTIVES ECONOMIQUES : CONJONCTURE MONDIALE..	10
2.1. Les Etats-Unis : back on track.....	10
2.2. Le Japon : 3 flèches, et des défis dignes d'un chambara.....	14
2.3. Les pays émergents : en perte de vitesse	17
2.4. La zone euro : en marche vers l'Union	21
2.5. Focus spécial GIPSI : toujours pas à la fête.....	25
2.6. France : grisaille, brouillard et brouillon dans la grande Nation	33
2.7. Belgique : elle retrouve la patate.....	35
2.8. Allemagne : Deutschland gibt Gas	36
3. LE LUXEMBOURG : AGIR, VITE ET BIEN.	38
3.1. Etat des lieux en trois temps après 5 ans de crise	38
3.2. Le futur n'est plus ce qu'il avait l'habitude d'être	41
4. DOUBLE ENJEU POUR LE LUXEMBOURG : CONSOLIDER LES FINANCES PUBLIQUES ET SORTIR DE LA CRISE PAR LE HAUT....	43
4.1. Quel est l'ampleur de l'ajustement budgétaire à opérer ?.....	43
4.2. Quelle stratégie de consolidation budgétaire adopter ?	45
4.3. Où trouver 1,5 milliard d'euros ?	47
4.4. Comment renouer avec une croissance vigoureuse ?	50
4.5. Comment gérer au mieux le triple choc de 2015 ?	52
5. DIX CHANTIERS POUR UN POINT DE CROISSANCE	54
5.1. Freiner la perte de compétitivité	54
5.2. Promouvoir un marché du travail efficace	56
5.3. Améliorer le fonctionnement du marché immobilier.....	58

5.4.	Favoriser la création et la transmission d'entreprises	60
5.5.	Oser imaginer un renouveau industriel.....	61
5.6.	Stimuler l'innovation dans les entreprises	62
5.7.	Assurer les conditions de l'ascension sociale	63
5.8.	Accroître l'efficacité de la dépense publique	64
5.9.	Assumer et tirer profit du statut de Capitale européenne	65
5.10.	Insuffler une nouvelle dynamique à la place financière	66
6.	PERSPECTIVES : GARANTIR LA VIABILITE BUDGETAIRE ET REFORMER.....	67
	Liste des abréviations.....	69
	Bibliographie.....	70

Liste des Graphiques

Graphique 1 : Evolution du PIB en volume (2008=100)	10
Graphique 2 : Evolution trimestrielle du PIB japonais	14
Graphique 3 : Taux de croissance dans les pays émergents	17
Graphique 4 : Taux de croissance des BRIC et du G7	18
Graphique 5 : Taux d'intérêt des emprunts publics à 10 ans.....	25
Graphique 6 : Dette publique (% du PIB) et prêts non performants (% du total des prêts).....	28
Graphique 7 : Sensibilité des taux souverains du Portugal aux risques politiques.....	29
Graphique 8 : Evolution du solde budgétaire en Irlande (% du PIB).....	31
Graphique 9 : France, à la périphérie du centre	33
Graphique 10 : Niveau du PIB des principaux pays de la zone euro en 2014 (2008=100).....	35
Graphique 11 : Evolution du taux de chômage (%) et de la balance commerciale (Mia Eur) en Allemagne.....	36
Graphique 12 : Perspectives de croissance et dette publique dans la zone euro	38
Graphique 13 : Taux de croissance moyen du PIB au Luxembourg	39
Graphique 14 : Evolution de la dette publique au Luxembourg	39
Graphique 15 : Courbe de Beveridge au Luxembourg	40
Graphique 16 : Dynamique de l'activité au Luxembourg (PIB en Mio Eur).....	41
Graphique 17 : Ecart du taux de chômage par rapport au niveau de 2008.....	42
Graphique 18 : Evolution (2007-2013) et répartition (2013) des dépenses des Administrations publiques	47
Graphique 19 : Rendement de l'impôt foncier en Europe (en % du PIB)	48
Graphique 20 : Taux de réponse des pays développés aux recommandations de l'OCDE.....	50
Graphique 21 : Taux de croissance (estimé et réalisé) au Luxembourg depuis 2001	51
Graphique 22 : contributions à l'évolution du PIB	54
Graphique 23 : Evolution du nombre de logements et besoin en logements	58
Graphique 24 : Part de l'industrie dans la VAB Graphique 25 : Balance commerciale (% du PIB). 61	
Graphique 26 : Dépenses intérieures de recherche et développement (% du PIB)	62
Graphique 27 : Ecart de performance à l'enquête PISA entre catégories socioéconomiques.....	63
Graphique 28 : Evolution du PIB et des dépenses publiques (2007=100)	64
Graphique 29 : Evolution de la somme des bilans bancaires au Luxembourg (Mia Eur).....	66

1. Introduction

L'année 2013 s'est achevée sur un ensemble de bonnes nouvelles. Aux Etats-Unis, le chômage est en baisse et sous les 7%, les parlementaires ont su trouver un accord sur le budget, éloignant ainsi le spectre d'un nouveau *shutdown* en 2014. Dans la zone euro, l'Espagne et l'Italie ont renoué avec la croissance au troisième trimestre, l'Irlande et l'Espagne sont sorties en décembre des plans d'assistance financière qui leur avaient été accordés en 2010 et 2012 ; enfin, le Japon, grâce à la politique particulièrement accommodante de la BoJ¹, est sorti de la déflation.

En ligne avec la bonne tenue de l'économie mondiale en fin d'année, les perspectives de croissance pour l'année 2014 sont plutôt encourageantes ; la croissance mondiale devrait ainsi accélérer et atteindre 3,7%, après 3% en 2013. La croissance de l'économie mondiale sera toutefois inégale et menacée par un ensemble de risques hérités de la crise de 2008. Si ces risques venaient à se matérialiser, ils pourraient compromettre, au moins dans certaines régions, la dynamique économique attendue en 2014.

Si les **Etats-Unis** sont en **sortie de crise**, l'économie américaine reste toutefois **en proie à des difficultés**. Le **marché immobilier**, secteur central de l'économie américaine, est **loin d'avoir retrouvé sa tendance d'avant-crise** et risque d'être sous pression avec le durcissement programmé de la politique monétaire de la Fed². De même, avec une **dette à plus de 100% du PIB** et des tractations budgétaires régulières, les Etats-Unis, en dépit du volontarisme affiché de la Fed et de la consolidation budgétaire observée depuis 2010, ne sont pas à l'abri d'épisodes de difficultés budgétaires qui pourraient résulter de désaccords politiques. Enfin, en dépit d'un taux de chômage en baisse, le **marché du travail connaît de sérieux déséquilibres** (faiblesse du taux d'activité et importance du chômage de longue durée).

Au **Japon**, si la politique économique du gouvernement Abe (« *Abenomics* ») a été particulièrement efficace durant la première partie de l'année 2013, elle a depuis perdu de sa superbe. **Le ralentissement de la croissance observé fin 2013 risque par ailleurs de se poursuivre en 2014** avec le durcissement budgétaire à venir (hausse de la TVA) qui pénalisera la consommation des ménages. Puisque la **viabilité des finances publiques** continuera d'être le **principal danger** pesant sur l'économie japonaise, les réformes structurelles prévues par le gouvernement afin d'augmenter la croissance potentielle et de ramener le solde primaire³ à l'équilibre à moyen terme revêtent une importance capitale.

Les **pays émergents** continuent certes d'alimenter la croissance mondiale et d'afficher des taux de croissance largement supérieurs aux pays développés, mais l'écart de croissance entre les deux groupes se réduit. L'année 2013 a en outre démontré que le « **soft landing** »⁴ qu'on leur prédisait n'était **pas forcément acquis**. Plusieurs d'entre eux ont subi des sorties massives de capitaux entre mai et août 2013 en réaction aux annonces faites alors par la Fed d'un ralentissement à venir de ses achats d'actifs ; ce mouvement s'est d'ailleurs poursuivi début 2014, avec le décrochage des taux de change des principales économies émergentes (hors Chine).

¹ Bank of Japan - Banque centrale du Japon.

² Federal Reserve - Banque centrale des Etats-Unis.

³ Solde budgétaire hors paiements d'intérêt.

⁴ Ralentissement de la croissance sans graves conséquences macroéconomiques.

Si les **taux de croissance** des BRIC⁵ (figures de proue des pays émergents) **devraient légèrement accélérer en 2014**, ils sont confrontés à un **ensemble de défis** qui menacent leur croissance potentielle (déficit de la balance courante, inflation, essoufflement des modèles de croissance, niveau élevé de dette des entreprises, inégalités sociales, etc.) et **qui devront être résolus à court et moyen termes**. Ces défis concernent d'ailleurs, à des degrés divers, l'ensemble des pays émergents.

La **zone euro**, en dépit de notables avancées institutionnelles visant à renforcer le volet économique de l'union monétaire, **fait du « sur place » en termes de croissance depuis 2008**. Le PIB progressera en 2014 (+1,2%), mais il sera encore 1% en dessous de son niveau de 2008, soit un trou d'air de plus de 6 ans. La **timide croissance de 2014** ne sera d'ailleurs pas assez vigoureuse pour être riche en emplois, de telle sorte que le **taux de chômage restera proche des 12%**. Dans un tel contexte (niveau de chômage élevé, écart de production négatif), la BCE⁶ sera probablement amenée à faire preuve de créativité afin de lutter contre la **menace déflationniste**.

S'agissant des pays européens en grande difficulté (GIPSI)⁷, ils connaîtront en 2014 des fortunes diverses - sortie des programmes d'assistance financière, retour régulier sur les marchés, et bonne performance à l'exportation sur fond, toutefois, de chômage record (Irlande, Espagne, Portugal), croissance anémique et dette publique atteignant des sommets (Italie, Grèce) - qui rappellent que **les séquelles de la crise sont encore bien présentes dans la zone euro**.

Après avoir connu une année 2013 poussive (croissance de 0,4% en Allemagne, 0,3% en France, 0,2% en Belgique), les 3 voisins du Luxembourg devraient connaître des taux de croissance plus vigoureux en 2014 (1% en France, 1,4% en Belgique, 1,8% en Allemagne). Toutefois, contrairement à **l'économie allemande** (taux de chômage et dette publique en repli, budget proche de l'équilibre), et **l'économie belge** (déficit public inférieur à 3% du PIB, taux de chômage stable autour de 8,4%, rétablissement de la confiance des entreprises) qui connaissent une **vraie reprise**, **l'économie française** ne fait que sortir timidement de la crise ; comme en témoignent le **taux de chômage élevé** (10%) et le **déficit public abyssal** (4% du PIB) anticipés pour 2014.

Dans ce contexte international de sortie de crise en présence de risques baissiers, la croissance de l'économie luxembourgeoise devrait accélérer (proche de 3% en 2014⁸, après 2% en 2013). **Le Luxembourg reste néanmoins confronté à de nombreux défis qui, sans être excessifs, ne doivent pas moins être traités**. Ces défis (perte de compétitivité, faiblesse des dépenses de R&D, progression insoutenable des coûts salariaux unitaires, inflation de la dépense publique et dérapage des finances publiques, inadéquation entre l'offre et la demande de travail, progression du chômage, pertes potentielles de niches de souveraineté, offre immobilière insuffisante, déficit d'image, triple choc de 2015⁹, etc.) sont exposés dans la dernière partie du présent avis, avec des propositions d'action.

Il revient, *in fine*, à **l'actuel gouvernement de prendre les mesures nécessaires pour corriger ces faiblesses structurelles**, au risque de voir l'économie luxembourgeoise incapable de tirer profit de la reprise qui se dessine à cause d'un « déficit de compétitivité », afficher durablement des taux de

⁵ Brésil, Russie, Inde, Chine.

⁶ Banque centrale européenne.

⁷ Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, Italie.

⁸ Le Gouvernement table sur un taux de croissance de 3,2% en 2014.

⁹ Hausse de la TVA, échange automatique d'informations sur les revenus d'intérêts, perte de recettes fiscales liées au changement de régime de taxation du commerce électronique.

croissance faibles, et sous la menace de sanctions pour déficits excessifs et déséquilibres macroéconomiques émanant des autorités européennes.

2. Perspectives économiques : conjoncture mondiale

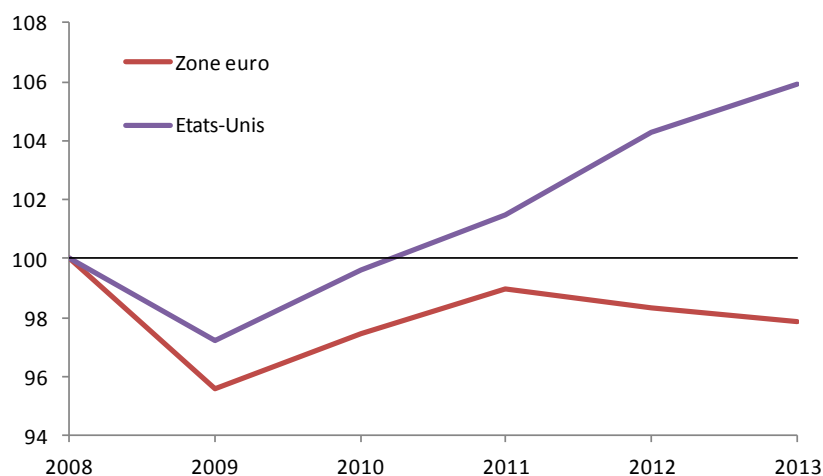
2.1. Les Etats-Unis : back on track

Les Etats-Unis ont été le foyer de départ de la crise mondiale avec l'éclatement de la bulle immobilière *subprime* en 2007, puis la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Pourtant 5 années plus tard, l'économie américaine affiche une relative bonne santé et semble moins affectée que d'autres zones économiques qui voient leur croissance ralentir (pays émergents) ou peinent à renouer avec une croissance vigoureuse (zone euro).

Ainsi, alors que la croissance aux Etats-Unis sera entre 2014 et 2018 proche de celle observée avant la crise (3%), les pays émergents connaîtront un net ralentissement avec un taux de croissance moyen de 5% entre 2014 et 2018, contre 7% avant la crise.

De même, entre le premier trimestre de 2009 et le dernier trimestre de 2013, l'économie américaine a affiché 17 trimestres de hausse du PIB, contre 12 pour l'ensemble de la zone euro ; de telle sorte que fin 2013, le PIB était 6% au dessus de son niveau de pré-crise aux Etats-Unis, alors qu'il était encore 2% inférieur dans la zone euro.

Graphique 1 : Evolution du PIB en volume (2008=100)



Source : Eurostat

Grâce à ses solides performances en termes de croissance, les Etats-Unis enregistrent une baisse significative du taux de chômage (qui est passé de 10% en 2009 à 6,7% en décembre 2013), une hausse marquée de la profitabilité des entreprises, une forte reprise de la consommation privée et un net repli du déficit public.

Ce renouveau de l'économie américaine a été rendu possible, entre autres, par un *policy-mix*¹⁰ coopératif et d'envergure, et par la grande flexibilité du marché du travail américain.

Pour vaincre la crise, les autorités budgétaires et monétaires américaines n'ont pas lésiné sur les moyens. L'impulsion budgétaire¹¹ a été de près de 6 points de PIB aux Etats-Unis entre 2008 et 2010

¹⁰ Combinaison des politiques budgétaire et monétaire.

avec la mise en place de deux plans de relance¹² de plus de 1.000 milliards de dollars et des plans ciblés à destination de secteurs en souffrance (immobilier, financier, automobile). Cet activisme des autorités budgétaires a été rendu possible par le « privilège exorbitant¹³ » que constitue pour les Etats-Unis le fait de disposer de la première devise internationale, ce qui leur permet de financer sans grandes difficultés leurs déficits.

La Fed, en menant une politique très accommodante, combinant baisse des taux directeurs et achat d'actifs (bons du Trésor américain et titres adossés à des créances hypothécaires) avec 3 séries d'assouplissements quantitatifs¹⁴, a également soutenu l'activité et permis la reprise. L'activisme de la Fed a bénéficié aux entreprises et aux ménages *via* le canal du crédit avec la baisse des taux, et *via* des effets de richesse liés à la hausse des prix des actifs (actions, immobiliers).

Enfin, la flexibilité du marché du travail américain a permis aux entreprises de s'adapter à la conjoncture et de ne pas être victime de « *labour hoarding* ». Sur la période 2008-2009, l'économie américaine a détruit près de 8 millions d'emplois¹⁵, et les coûts salariaux unitaires ont baissé de 3,5% en 2009-2010. Cela a permis aux entreprises de reconstituer leurs marges¹⁶, de rester compétitives et de recommencer à embaucher une fois la reprise économique durablement installée.

Mais, alors que la Fed commence à diminuer son soutien à l'économie¹⁷, certains risques pèsent sur les perspectives de croissance américaine.

Tout d'abord, malgré l'importante baisse du déficit budgétaire rendue possible, notamment, par des coupes budgétaires automatiques, les finances publiques des Etats-Unis demeurent dégradées. Le déficit public y était de 6% en 2013, et la dette flirte avec les 100% du PIB. La mise en place d'un plan crédible et bien pensé de consolidation budgétaire à moyen terme reste donc une nécessité, ce que les récentes dégradations de la note souveraine par les agences de notation sont venues rappeler. En dépit des accords intervenus pour empêcher un nouveau *shutdown* du Gouvernement fédéral en 2014 et pour relever le plafond de la dette jusqu'en mars 2015, le risque d'impasse budgétaire à moyen terme aux Etats-Unis est bien réel, vu les mésententes régulières entre Sénat et Congrès sur les questions budgétaires.

Ensuite, même si le taux de chômage a fortement baissé, le marché du travail est en réalité encore en convalescence. Le taux d'activité - qui rapporte la population active à la population en âge de travailler - est à 63%, son niveau le plus faible depuis le début des années 1980. Si une partie de cette baisse du taux d'activité est liée à des départs à la retraite, 30% de la baisse observée entre 2008 et 2013 est attribuable à des chômeurs découragés et qui ont cessé une recherche active d'emploi. Aussi, le nombre d'employés travaillant à mi-temps pour raisons économiques est encore 60%

¹¹ Mesurée par la variation du solde structurel primaire.

¹² « Economic Stimulus Act » (2009) et « American Recovery and Reinvestment Act » (2009).

¹³ Voir : « Un privilège exorbitant », Barry Eichengreen (2011).

¹⁴ La Fed a lancé en novembre 2008, novembre 2010 et septembre 2012, 3 vagues d'assouplissement quantitatif.

¹⁵ L'emploi intérieur est passé de 137,9 millions début 2008 à 130 millions en 2010.

¹⁶ Bien aidées également par la révolution du gaz de schiste, qui selon des calculs de Natixis a représenté pour les entreprises industrielles américaines l'équivalent d'une baisse du coût du travail de l'ordre de 6%.

¹⁷ La Fed a annoncé en décembre 2013 qu'elle achèterait moins d'actifs au titre de son 3^{ème} assouplissement quantitatif. Les achats mensuels au titre du QE3 diminueraient ainsi de 10 milliards de dollars à partir du mois de janvier 2014 et à chaque réunion du « Federal Open Market Committee ».

supérieur au niveau de 2008, et le nombre de chômeurs de longue durée¹⁸ est 45% supérieur au niveau pré-crise. Les faiblesses du marché du travail américain, si elles persistent, peuvent priver l'économie mondiale du « consommateur en dernier ressort » qu'a traditionnellement été le ménage américain, et compromettre la reprise.

Enfin, le marché immobilier américain demeure en souffrance. Certes, les prix ont augmenté et le marché a rebondi après les tristes records enregistrés en 2009. Mais, la construction résidentielle (mise en chantier) a marqué le pas au dernier trimestre 2013 et les ventes de maisons sont encore 25% inférieures à la moyenne observée entre 2002 et 2007. Si la politique monétaire moins accommodante de la Fed devrait engendrer une forte remontée des taux longs (notamment hypothécaires), l'investissement immobilier pourrait être fortement pénalisé, la correction observée depuis 2011 s'arrêter, et l'économie américaine perdre quelques points de croissance et des milliers d'emplois liés au secteur immobilier.

¹⁸ Plus de 24 semaines.

A suivre en 2014 :

L'orientation donnée à la politique monétaire par la nouvelle présidente de la Fed (Janet Yellen) ;

L'évolution des taux longs ;

L'évolution du marché immobilier ;

L'évolution du marché du travail ;

Les élections de novembre pour renouveler partiellement les membres du Sénat et du Congrès.

2.2. Le Japon : 3 flèches, et des défis dignes d'un chambara

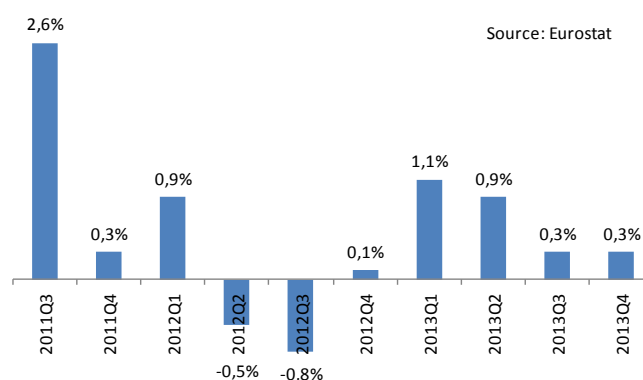
En janvier 2013, le fraîchement élu premier ministre japonais, Shinzo Abe, a précisé son plan en faveur du renouveau de l'économie nippone en présentant une ambitieuse politique économique qualifiée depuis d'*Abenomics*. Cette politique repose sur 3 piliers, les 3 « flèches » de l'*Abenomics* : une politique monétaire accommodante afin de vaincre la déflation, une politique budgétaire flexible visant à soutenir l'activité et contenir l'envolée de la dette publique, et un train de réformes structurelles en faveur de la croissance potentielle et de l'emploi. Les deux premières « flèches » ont été lancées dès le début de 2013.

La BoJ a lancé une politique monétaire accommodante d'envergure (accélération du programme de rachat d'actifs, achat d'obligations d'Etat avec échéance résiduelle de 7 ans, objectif de doubler la base monétaire en deux ans, nouvelle cible d'inflation) dont a résulté un gonflement de son bilan de 40% sur la seule année 2013 ; alors qu'entre 2008 et 2012, la taille de son bilan n'avait augmenté qu'au rythme de 10% par an. Par ailleurs, afin d'orienter les anticipations d'inflation vers la cible des 2%, le nouveau gouverneur de la BoJ¹⁹, s'est engagé à poursuivre aussi longtemps que nécessaire la politique monétaire accommodante, critiquant au passage la prudence de la banque centrale nippone en la matière au cours des 15 dernières années²⁰.

S'agissant de la politique budgétaire, le nouveau gouvernement a engagé de nouvelles dépenses et lancé un plan de relance de 10.300 milliards de Yen (80 milliards d'euros) dans le cadre du programme « remettre le Japon sur pied ». Ce plan financera des grands travaux liés à reconstruction post-tsunami (40% des montants), des mesures de dépenses sociales (30%), et des mesures de politique industrielle (30%).

L'activation des deux premiers piliers de l'*Abenomics* en 2013 a connu un vif succès au premier semestre 2013. La bourse de Tokyo a affiché 40% de hausse sur les 6 premiers mois de l'année, le Yen s'est déprécié de près de 20% en termes réels, le PIB a crû à un rythme de 4% par an au 1^{er} semestre, et l'inflation a accéléré. Toutefois, l'activité a ralenti à partir du troisième trimestre, traduisant la fragilité de l'économie japonaise dont la croissance potentielle est passée de 4,5% dans les années 1980 à 1%²¹.

Graphique 2 : Evolution trimestrielle du PIB japonais



¹⁹ Nommé en mars 2013.

²⁰ Voir : http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf.

²¹ Source : OCDE.

Conscient des faiblesses de l'économie nipponne, le gouvernement a lancé en juin 2013 la troisième flèche de l'*Abenomics* en dévoilant un plan stratégique pour la croissance à long terme. Ce plan n'a toutefois pas été reçu avec enthousiasme ; trop flou, il a été jugé non crédible. Il a certes énoncé un ensemble de principes nécessaires pour rehausser la croissance potentielle du Japon (participation accrue des femmes au marché du travail, dérégulations, renforcement de la compétitivité du Japon en tant que centre d'affaires, promotion des partenariats économiques, promotion du Japon), mais les mesures effectives permettant d'atteindre les objectifs visés n'ont pas été dévoilées. L'efficacité dans le temps de l'*Abenomics* suppose que la troisième flèche atteigne sa cible et favorise l'activité du secteur privé japonais ; son implémentation est donc capitale, et les réformes esquissées en 2013 devront être précisées en 2014.

Si la stratégie économique du nouveau gouvernement japonais a certes permis une amélioration conjoncturelle de la situation macroéconomique du Japon (sortie de la déflation, hausse des anticipations d'inflation, croissance de 1,6% en 2013, dépréciation du Yen, etc.), le pays reste toutefois confronté à de nombreux défis qui sont autant de risques baissiers pesant sur ses perspectives de croissance.

Parmi les défis urgents, il y a d'abord la dette publique, en hausse depuis 15 ans et qui atteint désormais 240% du PIB. Cette importante dette publique est une contrainte à plusieurs égards ; elle restreint les marges de manœuvre budgétaires, pénalise indirectement les ménages²², menace l'indépendance de la BoJ²³ et la stabilité financière du pays²⁴. Il y a ensuite les nombreux défis liés au vieillissement de la population (augmentation des dépenses de retraite et de santé, baisse de la population active, effet déflationniste, nécessité de l'immigration). Il y a enfin la faiblesse de la croissance potentielle qui suppose des réformes d'envergure et impopulaires, afin d'éloigner définitivement le spectre de la déflation, de sortir du sentier de la « décennie perdue », et de freiner l'envolée de la dette publique²⁵.

D'importants ajustements sont donc nécessaires afin de permettre à l'économie japonaise de connaître un renouveau ; l'urgence de lancer des réformes favorables à la croissance est telle, que la troisième flèche d'Abe devra se muer en Katana.

²² Le taux de TVA augmentera de 3 points en 2014, puis de 2 points en 2015. La dette publique peut par ailleurs générer des comportements ricardiens (épargne de précaution des ménages qui anticipent une hausse de la pression fiscale en vue de rembourser la dette) pénalisant la consommation.

²³ Contrainte d'assurer les conditions de soutenabilité de la dette publique.

²⁴ Selon des estimations de la BoJ, une hausse de 100 points de base des taux d'intérêt entrainerait des moins-values de plus de 1% du PIB pour le secteur bancaire, dont 20% des actifs sont des obligations de l'Etat.

²⁵ La dette publique exprimée en pourcentage du PIB gonfle *de facto* avec la déflation et la faiblesse de l'activité.

A suivre en 2014 :

L'évolution des tensions géopolitiques avec la Chine ;

L'impact de la hausse de la TVA sur la consommation ;

Le cours du Yen ;

L'évolution de la balance commerciale ;

L'évolution des taux d'intérêt ;

L'évolution de la dette publique ;

Les nouvelles mesures de réformes en faveur de la croissance et d'assainissement budgétaire d'Abe.

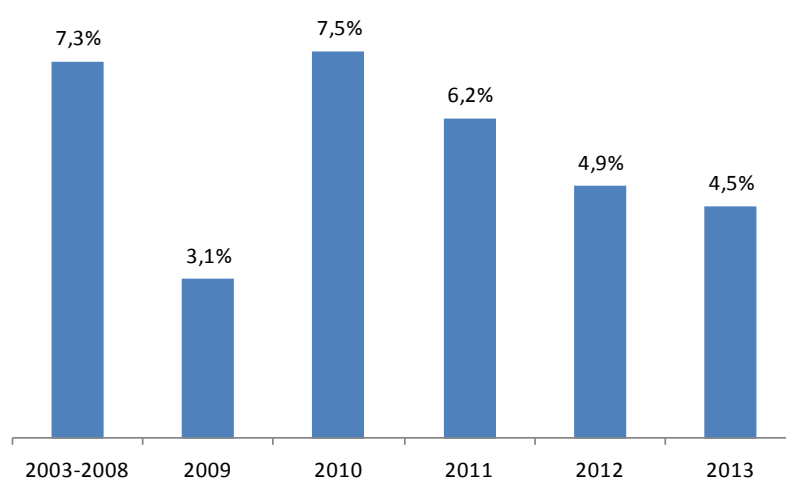
2.3. Les pays émergents : en perte de vitesse

Les pays émergents, qualifiés même de convergents en 2011 par certains économistes qui leur prédisaient croissance vigoureuse et découplée de celle des pays avancés, ont montré leurs nombreuses faiblesses en 2013. Si la comparaison avec la crise des pays d'Asie du sud-est et d'Amérique latine à la fin des années 1990 évoquée aujourd'hui est sans doute malvenue, puisque les économies émergentes ont depuis adopté des régimes de change flexibles et accumulé d'importantes réserves de change, il n'en demeure pas moins qu'ils sont pour la plupart en panne de croissance et doivent faire face à un *repricing* de risque qui ne leur est pas favorable.

Les premières tensions les concernant sont apparues durant l'été 2013. Suite à l'annonce faite par le président de la Fed d'alors (Ben Bernanke) de l'imminence d'un resserrement monétaire aux Etats-Unis²⁶, ils ont connu une période de turbulences avec des sorties massives de capitaux, des fortes dépréciations de taux de change, des baisses des marchés actions et des hausses des taux souverains, qui ont conduit leurs banques centrales à augmenter leurs taux d'intérêt. La volatilité s'est peu à peu réduite à partir du mois de septembre. Mais début 2014, le « stress financier » s'est à nouveau installé sur les marchés émergents. Les bourses émergentes ont perdu 7% au mois de janvier, les devises de certains pays ont lourdement chuté et les conditions financières se sont durcies avec de nouvelles hausses de taux directeurs dans plusieurs pays (Inde, Turquie, Brésil, Afrique du Sud, Argentine, etc.).

Au-delà des turbulences financières - pour le moment ponctuelles - qui frappent certains pays émergents et qui démontrent leur sensibilité à la politique monétaire américaine, ces pays souffrent d'un ensemble de problèmes structurels qui limitent de fait leur possibilité de croissance. On observe d'ailleurs un ralentissement progressif de leur taux de croissance depuis 2010.

Graphique 3 : Taux de croissance dans les pays émergents



Source : FMI

Les déséquilibres à corriger varient suivant les pays ; les plus fragiles d'entre eux en combinant plusieurs. Il y a les pays avec une balance courante très déficitaire ou en forte détérioration. C'est le cas de l'Inde, de la Turquie, de l'Indonésie, de l'Ukraine, de la Pologne, de l'Afrique du Sud, du Brésil,

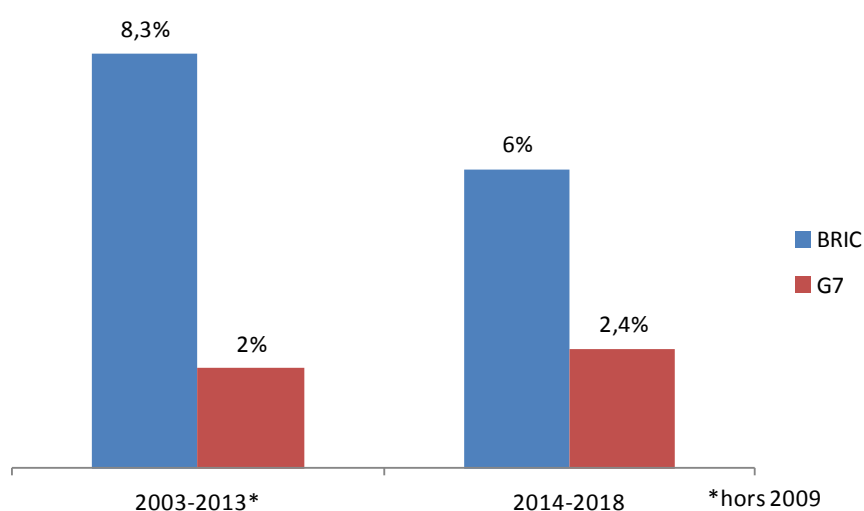
²⁶ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>

ou encore de l'Argentine. Il y a ceux qui souffrent du ralentissement du commerce mondial et de la faiblesse des cours des matières premières. On retrouve dans ce groupe des pays comme la Turquie, Taïwan, la Pologne, le Nigéria, la Russie, le Brésil, le Venezuela. D'autres qui pâtissent d'un manque d'infrastructures qui contraint leur capacité de production. C'est le cas du Brésil, de l'Inde, de la Russie, et de plusieurs pays émergents d'Europe centrale et orientale. Ceux dont le modèle de croissance, basé sur la faiblesse des coûts de main-d'œuvre, arrive à bout de souffle et doit être renouvelé. Il en va ainsi de la Chine, de la Malaisie, du Vietnam, du Maroc. Et enfin, ceux qui connaissent des troubles sociaux et des tensions politiques, de nature à impacter négativement les entrées de capitaux. C'est le cas de la Russie, de la Turquie, de l'Ukraine, de l'Égypte, de la Thaïlande, de la Tunisie, du Venezuela, et dans une moindre mesure, du Brésil et de l'Argentine.

Par conséquent, la croissance des économies émergentes en 2014 - anticipée en hausse par rapport à 2013 - est sujette à la capacité de leurs autorités (budgétaires et monétaires) à mener des politiques crédibles, capables de corriger les déséquilibres et de rassurer les marchés. Si de telles politiques venaient à faire défaut, plusieurs économies émergentes risquent d'en payer le prix fort. Il est d'ailleurs à craindre des effets de contagion à l'ensemble des pays émergents, puisqu'en dépit de l'hétérogénéité de leurs fondamentaux économiques, ils sont parfois considérés comme une classe d'actifs homogène. Dans un tel scénario, les économies avancées seraient impactées par deux canaux : le canal commercial avec de moindres exportations à destination des pays émergents ; et le canal financier avec des pertes en capitaux pour les banques occidentales les plus exposées au risque émergent.

S'agissant plus spécifiquement des pays BRIC²⁷, qui représentent 50% du PIB des émergents et 20% du PIB mondial, leur taux de croissance en 2013 (5,5%) aura été le plus faible enregistré depuis l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000, exception faite de l'année 2009. Selon le FMI²⁸, leur croissance potentielle a sensiblement diminué, de telle sorte que leur différentiel de croissance avec les pays du G7 ne serait que de 3,6% entre 2014 et 2018, contre 6,3% entre 2003 et 2013²⁹.

Graphique 4 : Taux de croissance des BRIC et du G7



²⁷ Brésil, Russie, Inde, Chine.

²⁸ Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2013.

²⁹ Hors 2009.

Cette baisse de croissance potentielle s'explique par : un rééquilibrage de la croissance vers plus de consommation et moins d'investissements en Chine ; le manque d'infrastructures, une évolution démographique très défavorable, un coût du capital élevé, et une trop grande dépendance aux matières premières en Russie ; des déficits jumeaux (budgétaire et commercial), une inflation non maîtrisée, des goulets d'étranglement dans le domaine de l'énergie et des infrastructures, et des entreprises très endettées en Inde ; l'effritement de la base industrielle, l'insuffisance des infrastructures, et l'inadéquation des coûts salariaux au niveau de gamme de la production au Brésil.

Cette moindre croissance des BRIC durant les prochaines années pose d'ores et déjà la question des conséquences sociales d'une telle situation. Alors que la liquidité mondiale sera moins abondante, qu'ils bénéficieront sans doute de moindres investissements directs étrangers (IDE) que par le passé, qu'ils sont concurrencés par de nouveaux pays émergents à main-d'œuvre meilleur marché³⁰, la mise en œuvre de réformes structurelles afin de rehausser leur croissance à moyen terme s'avère primordiale.

Dans cette perspective, la Banque de développement destinée à mobiliser des ressources pour des projets d'infrastructures dans les économies émergentes et le Fonds de stabilisation des taux de change, créés lors du cinquième sommet des BRICS³¹ en mars 2013, devraient voir leur importance s'affirmer.

³⁰ Colombie, Indonésie, Vietnam, Turquie, Afrique du Sud, Bangladesh, Nigéria, Mexique.

³¹ Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud.

A suivre en 2014 :

L'évolution des conditions financières (taux de change, taux d'intérêt etc.) ;

L'évolution des balances courantes ;

L'évolution des créances douteuses et de la situation financière des banques ;

L'évolution de la situation dans les différents pays en proie à des tensions politiques et à des troubles sociaux ;

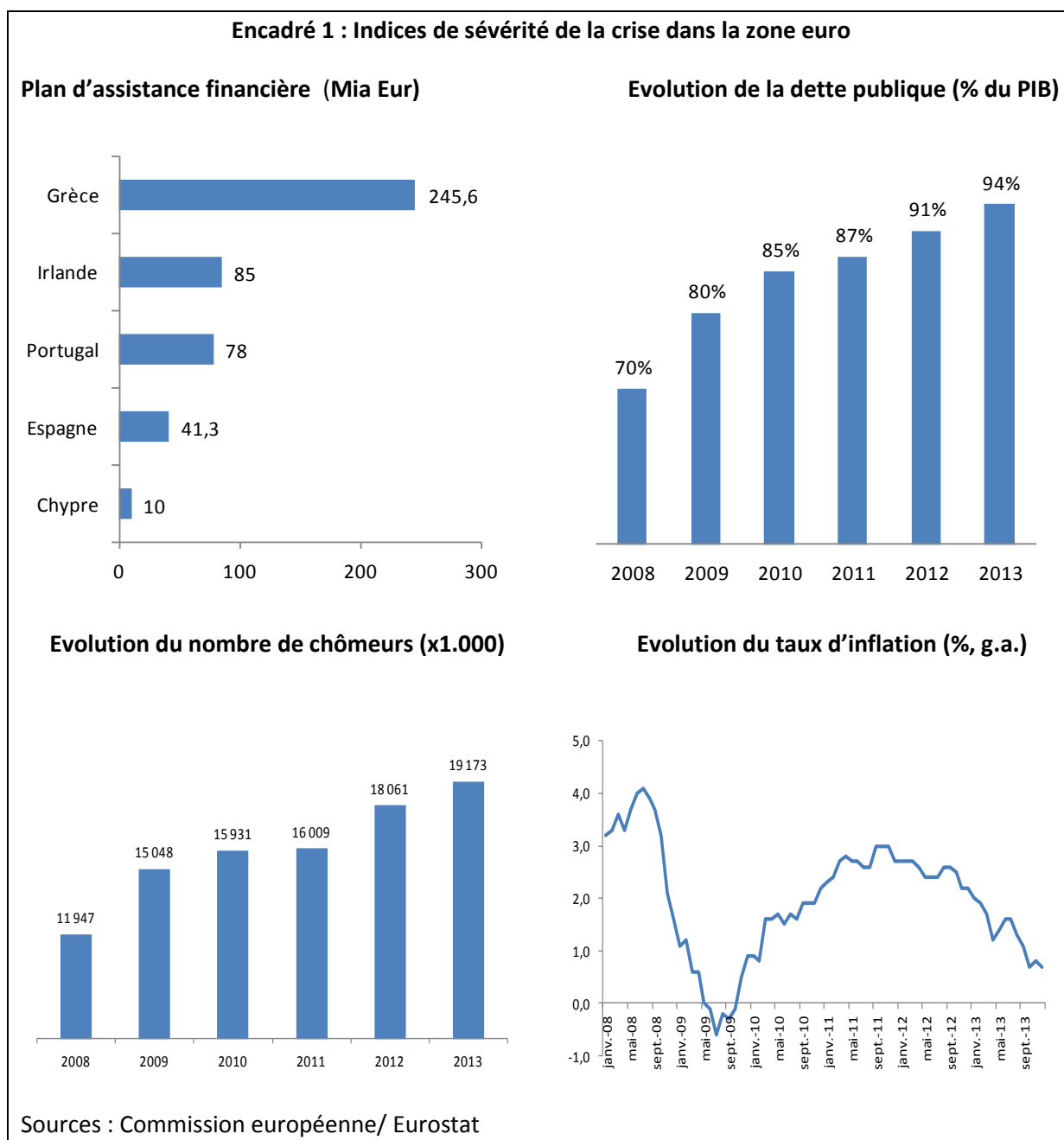
Les élections présidentielles (Indonésie, Brésil, Turquie, Ukraine) ;

Le risque de défaut souverain (Argentine, Venezuela, Ukraine) ;

Les sanctions économiques à l'encontre de la Russie suite à la crise russo-ukrainienne.

2.4. La zone euro : en marche vers l'Union

La crise économique et financière qui touche l'économie mondiale revêt un caractère « Janus³² » pour la zone euro. D'un côté, la zone euro est sans doute le bloc économique à avoir le plus souffert de la crise. Elle a vu se succéder 6 plans d'assistance financière³³ depuis 2008, la dette publique y a crû de 35%, le nombre de chômeurs y a augmenté de 60%, sa croissance potentielle a été divisée par deux, l'octroi de crédits y demeure restrictif, la déflation menace et le sentiment eurosceptique atteint des sommets dans de nombreux Etats membres.



³² Divinité romaine à double visage.

³³ La Grèce par deux fois, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et Chypre.

De l'autre, la crise aura été - en révélant les faiblesses structurelles et les failles institutionnelles de la zone euro ainsi que l'aspect insoutenable de certains développements économiques qui y avaient cours - un formidable déclencheur de réformes. Ainsi depuis 2008, la gouvernance de la zone euro s'est nettement améliorée, de sorte qu'elle ressemble d'avantage à une véritable union économique (tout en restant encore incomplète), et des réformes sans précédent visant à corriger les déséquilibres internes sont mises en œuvre dans différents pays de la zone euro.

La zone euro s'est ainsi dotée de pare-feux financiers (FESF³⁴, MES³⁵), l'Eurogroupe a gagné en visibilité et en prérogatives, la BCE est entrée dans un jeu coopératif avec les pays partageant la monnaie commune en lançant deux programmes d'achat de titres d'Etat³⁶, et le cadre économique de la zone euro s'est renforcé par le biais d'un traité intergouvernemental³⁷, d'un ensemble de règlements et de directives (Six-pack, Two-pack), de l'instauration d'un cycle de coordination économique et budgétaire entre les Etats membres (semestre européen) et de la mise en place progressive de l'union bancaire.

Encadré 2 : La nouvelle architecture économique de la zone euro

Semestre européen (septembre 2010)

Ce dispositif, adopté formellement en septembre 2010, est un cycle de coordination des politiques économiques et budgétaires au sein de l'UE. Il oblige, chaque année au printemps, les Etats membres à présenter simultanément à la Commission leur programme de stabilité ou de convergence (PSC) et leur programme national de réformes (PNR) dans le cadre, respectivement, de la concertation des politiques budgétaires et de la stratégie « Europe 2020³⁸ », afin qu'une coordination *ex ante* puisse avoir lieu avant le démarrage des différentes procédures budgétaires nationales. Ainsi, le semestre européen vise à garantir des finances publiques saines, à favoriser la croissance, et à prévenir l'occurrence de déséquilibres macroéconomiques dans les Etats membres.

Six-pack (décembre 2011)

Le paquet sur la gouvernance économique, le « Six-pack », est entré en vigueur le 13 décembre 2011. Il vise à renforcer les règles du Programme de Stabilité et de Croissance (PSC) grâce à un contrôle accru à un stade précoce. Les règles accordent une plus grande importance à la réduction de la dette (et non seulement au déficit), fixent des normes afin d'assurer une collecte correcte et indépendante de statistiques, et introduisent de nouveaux contrôles en matière de déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE avec les procédures concernant les déséquilibres macroéconomiques.

³⁴ Fond européen de stabilité financière (mai 2010).

³⁵ Mécanisme européen de stabilité (octobre 2012).

³⁶ SMP : Securities Market Program et OMT : Outright Monetary Transaction.

³⁷ TSCG : Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance.

³⁸ Articulée autour de 5 piliers : emploi, recherche et développement, Education, pauvreté et exclusion sociale, changement climatique et énergie durable.

Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance³⁹ (janvier 2013)

Signé le 2 mars 2012 par 25 des 27 Etats membres de l'UE et entré en vigueur le 1^{er} janvier 2013, le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) vise à contraindre les Etats de la zone euro à financer leurs dépenses par leurs recettes et donc à limiter le recours à l'emprunt.

La grande nouveauté par rapport au « Six-pack » étant l'institution d'une règle d'or budgétaire nationale qui engage les Etats signataires à avoir des comptes publics en équilibre ou en excédent sur l'ensemble d'un cycle économique. Il prévoit ainsi que le déficit structurel, qui représente l'objectif budgétaire à moyen terme, ne devra pas dépasser 0,5% du PIB sous peine de sanctions financières venant du Conseil de l'UE, décidées selon la règle de la « majorité qualifiée inversée⁴⁰ ».

Two-pack (mai 2013)

Les réformes introduites par le « Six-pack » ayant imposé de nouvelles règles budgétaires aux Etats membres, le « Two-pack », entré en vigueur le 30 mai 2013, ne fixe quant à lui aucune nouvelle exigence mais concerne la coordination du PSC. Dans le cadre du semestre européen, les deux règlements faisant partie du « Two-Pack » visent à encadrer encore davantage le processus d'élaboration des budgets nationaux en prévoyant notamment la transmission des projets de budget nationaux pour l'exercice suivant à la Commission européenne jusqu'au 15 octobre de chaque année, qui, elle, examinera chaque projet de budget et formulera un avis y afférent pour le 30 novembre au plus tard.

Union bancaire (2013)

L'union bancaire, articulée autour du mécanisme de surveillance unique (MSU) et du mécanisme unique de résolution (MRU), vise à transférer au niveau européen d'importantes compétences en matière de supervision et de résolution bancaire. Elle s'avère nécessaire pour rompre le cercle vicieux entre crise bancaire et crise budgétaire, et faire en sorte que la surveillance des banques et la résolution de leurs défaillances répondent à des normes élevées et communes à l'ensemble de la zone euro.

Ces initiatives, qui manquent sans doute de cohérence d'ensemble du fait de leur périmètre d'application variable (tantôt UE, tantôt zone euro), sont autant de décisions visant à compléter la monnaie unique, à faire de la zone euro une véritable union économique et monétaire, et à sortir la BCE de sa solitude⁴¹. Elles ont d'ailleurs réussi à éloigner le spectre de la menace d'un possible éclatement de la zone euro, et ont contribué à ce que les écarts de taux d'intérêt sur les obligations d'Etats dans la zone euro diminuent depuis 2010.

Quoique renforcée sur le plan institutionnel, l'économie eurolandaise reste vulnérable à bien des égards. Si elle est sortie de la récession au deuxième trimestre 2013, après six trimestres de recul du PIB, la croissance aura quand même été négative sur l'ensemble de l'année 2013 (-0,4%). L'activité

³⁹ TSCG.

⁴⁰ Selon cette procédure, les sanctions sont considérées comme étant adoptées lorsqu'il est reconnu qu'un Etat ne respecte pas ses obligations à moins que le Conseil, statuant à la majorité qualifiée et sans qu'il soit tenu compte du vote de l'Etat concerné par la proposition de sanction, ne s'y oppose.

⁴¹ La BCE était ainsi la seule institution *de jure* de la zone euro avant l'officialisation des sommets de la zone euro en 2011.

devrait accélérer en 2014 (croissance attendue de 1,2%), mais le chômage devrait rester à un niveau élevé (12%), soit plus de 19 millions de personnes sans emploi.

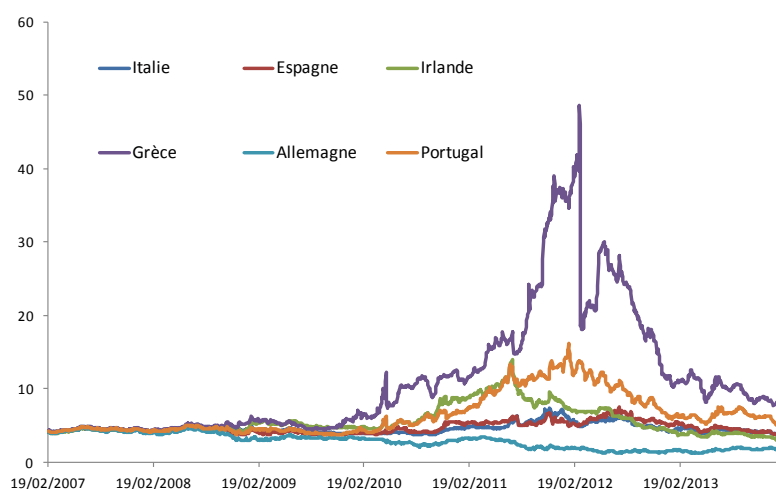
Certes, grâce aux réformes menées dans plusieurs pays, aux efforts d'assainissement budgétaires engagés, au nouveau cadre de surveillance des déséquilibres macroéconomiques, et aux difficultés dans les pays émergents, les conditions financières (notamment pour les pays qui ont bénéficié de plan d'assistance) devraient continuer à s'améliorer en 2014. Toutefois, si les résultats de l'évaluation des bilans bancaires menée par la BCE dans le cadre du mécanisme de supervision unique⁴² s'avéraient décevants, ou si certains pays devaient connaître des difficultés à se financer sur les marchés, la zone euro pourrait sombrer de nouveau dans la crise.

⁴² Les résultats seront connus en octobre 2014.

2.5. Focus spécial GIPSI⁴³ : toujours pas à la fête

Suite au premier plan de sauvetage ayant permis à l'économie grecque de demeurer au sein de la zone euro en mai 2010, il y a eu une fragmentation de l'économie de la zone euro sur la base de la solidité des finances publiques des différents Etats. Si cette fragmentation, visible dans les taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat, se résorbe peu à peu, les étiquettes accolées à cette occasion aux différents pays (bons gestionnaires au nord, mauvais gestionnaires en Irlande et au sud) demeurent, tout comme la nécessité d'assurer la soutenabilité des finances publiques dans les pays les plus vulnérables.

Graphique 5 : Taux d'intérêt des emprunts publics à 10 ans



Source : Datastream

Pour caractériser les pays les plus fragiles, est apparu en 2010 l'acronyme « GIPSI », un ensemble composé de la Grèce, de l'Italie, de l'Espagne, du Portugal et de l'Irlande. Ces pays avaient en commun un niveau de dette publique élevée et/ou en forte hausse, et étaient confrontés à une sévère récession, soit la « matrice de tous les dangers » en termes de viabilité budgétaire.

Quatre ans après l'apparition de cet acronyme, les GIPSI relèvent la tête mais restent confrontés à des défis de taille. La sortie de récession l'Italie, de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal en 2013, le fait que la Grèce ait dégagé un excédent primaire, le retour de l'Irlande sur les marchés, la sortie de l'Espagne du plan d'assistance financière, et les nombreuses réformes structurelles engagées dans ces pays sont des éléments encourageants. Toutefois, les GIPSI affichent des niveaux de chômage très élevés, et leurs perspectives de croissance sont encore trop faibles pour permettre un recul significatif de leurs dettes publiques ; ils sont par conséquent très vulnérables au sentiment de marché (en dépit de l'existence des pare-feux européens) et peuvent connaître à tout instant des mouvements de contestation en rapport avec leur situation sociale préoccupante.

⁴³ Grèce, Italie, Portugal, Espagne, Irlande.

2.5.1. Grèce : En Há(i)dou⁴⁴

Malgré deux programmes d'assistance UE/FMI, une restructuration de la dette publique (*haircut* de 53% sur la dette détenue par les investisseurs privés), plusieurs plans d'économie budgétaire, des réformes conséquentes, des privatisations, un ralentissement de l'austérité budgétaire, l'amélioration de la collecte de l'impôt, l'économie grecque peine à sortir de la récession et demeure, quoiqu'en disent certains analystes, très vulnérable et en grande souffrance.

Le PIB grec (en recul de 3,7% en 2013) est actuellement 25% inférieur à son niveau de 2008, 3,8 millions de personnes y sont menacées de pauvreté ou d'exclusion sociale⁴⁵, le taux de chômage s'élève à 28%, la situation sociale et politique est alarmante, la principale Université du pays est en grève depuis le mois de septembre 2013, et la dette publique - sujet de toutes les attentions - demeure élevée (près de 180% du PIB), de telle sorte que la viabilité budgétaire de la Grèce n'est toujours pas assurée. Selon certaines estimations⁴⁶, le pays serait d'ailleurs en défaut de paiement entre les mois de mai et août 2014 s'il ne bénéficiait pas d'un nouveau plan d'assistance et/ou d'un nouvel allègement de dette.

Cette fragilité persistante, en dépit des nombreux efforts consentis, s'explique par les faiblesses intrinsèques et structurelles de l'économie grecque (base industrielle réduite, fraude fiscale massive, inefficience de l'administration publique, nombre limité d'entreprises exportatrices, etc.) et par l'effet récessif sur l'activité de l'importante consolidation budgétaire engagée dans le pays depuis 2010.

Tableau 1 : Efforts budgétaires de la Grèce depuis 2010 (Mio Eur)

	2011	2012	2013	2014	2015
I. Mesures visant à réduire les dépenses	3 302	6 350	8 289	10 669	12 722
A. Mesures portant sur les dépenses de fonctionnement	984	2 191	2 436	2 844	3 235
B. Mesures portant sur les programmes	2 318	4 159	5 853	7 825	9 488
<i>dont :</i>					
Coupes dans les fonds extrabudgétaires	304	395	474	673	739
Restructuration des entreprises publiques	0	214	468	726	962
Coupes dans les dépenses de défense	0	0	133	266	400
Réductions/rationalisation des dépenses de santé	13	227	376	579	942
Coupes dans les dépenses en médicaments	372	601	701	801	901
Coupes dans les dépenses des caisses de sécurité sociale et les prestations sociales	679	1 667	2 577	3 587	4 287
II. Total des mesures visant à accroître les recettes	2 188	6 254	7 743	10 145	11 679
<i>dont:</i>					
Lutte contre la fraude aux cotisations sociales et augmentation des recettes de cotisations sociales	651	1 107	1 780	2 742	3 379
Réduction des exonérations d'impôts et augmentation d'autres recettes fiscales	1 537	5 147	4 915	5 200	4 700

Source : OCDE

⁴⁴ Chez Hadès.

⁴⁵ Sur une population totale de 11 millions d'habitants.

⁴⁶ <http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2014/01/greece-needs-another-bailout-before-may.html>.

Pour l'année 2014, si les perspectives de croissance sont meilleures que les années précédentes, un nouveau recul du PIB n'est cependant pas à exclure. Les estimations varient d'une institution à l'autre (FMI : +0,6 - OCDE :-0,4% - Commission européenne : +0,6%), traduisant le niveau élevé d'incertitudes concernant le futur économique de l'Etat grec.

A moyen terme, la question de la résolution du problème budgétaire grec demeure. Une façon pertinente de procéder serait de procéder à une nouvelle restructuration (impliquant les détenteurs publics), assortie de transferts pour la recapitalisation des banques et le financement de projets dans le pays. Puisque, selon les calculs les plus optimistes⁴⁷ la dette publique convergerait vers 124% du PIB en 2020, de nouvelles aides extérieures semblent être la seule option crédible capable d'empêcher que le pays ne fasse défaut.

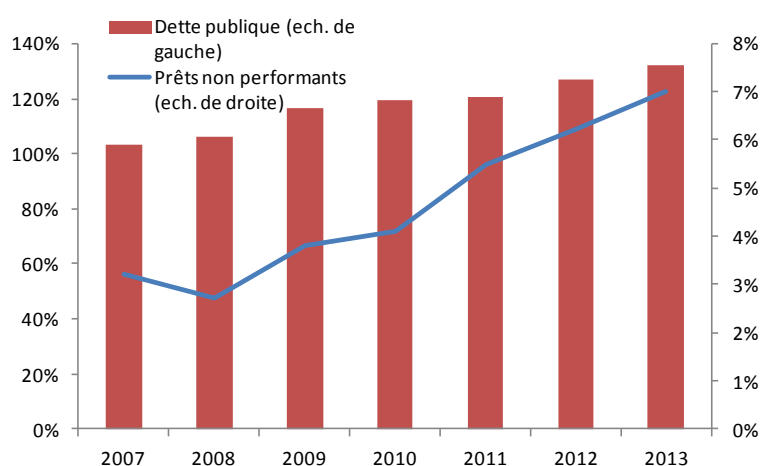
⁴⁷ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13241.pdf>.

2.5.2. Italie : Va Piano, piano

Sortie de la récession au troisième trimestre 2013, après 8 trimestres consécutifs de recul du PIB, l'économie italienne est, à l'image de la zone euro, sur le chemin d'une reprise progressive, quoique poussive.

Les difficultés de l'économie italienne trouvent leurs origines dans deux cercles vicieux qui s'autoalimentent. D'un côté, le secteur bancaire est fragilisé par son exposition au risque de crédit, le crédit bancaire se contracte, l'investissement productif baisse et la profitabilité et la compétitivité des entreprises reculent, ce qui déprime l'activité. De l'autre, les autorités budgétaires doivent composer avec un stock de dette (130% du PIB) et un service de la dette (5% du PIB) élevés, qui interdit toute impulsion budgétaire.

Graphique 6 : Dette publique (% du PIB) et prêts non performants (% du total des prêts)



Sources : Eurostat/Banca d'Italia

Afin de renouer avec une croissance durable et de freiner la hausse continue de la dette, les gouvernements italiens successifs (Monti, Letta) ont engagé un ensemble de réformes structurelles et pris des mesures afin d'assainir les finances publiques. L'impact de ces mesures, qui ont déjà permis à l'Italie de revenir dans les clous du pacte de stabilité et de croissance et de sortir de la procédure pour déficits excessifs en 2013, devrait s'intensifier et permettre à l'activité de repartir et stabiliser le ratio dette/PIB en 2014, à condition qu'elles soient « efficacement complétées » par de nouvelles mesures du nouveau Gouvernement Renzi.

L'économie italienne qui ne manque pas d'atouts -nombre important d'entreprises exportatrices, tissu industriel développé, excédent primaire - devra pour pérenniser la croissance, maintenir la crédibilité budgétaire acquise depuis 2010, poursuivre les réformes à destination du marché du travail et de l'environnement des affaires afin de regagner en compétitivité, et éviter à tout prix de sombrer dans une nouvelle crise politique.

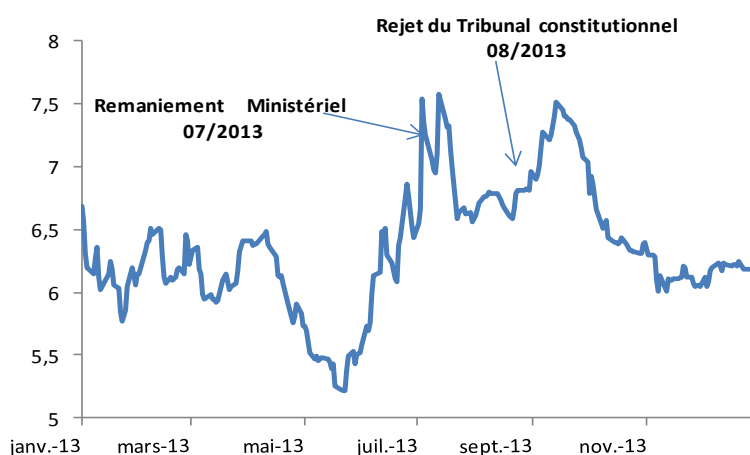
2.5.3. Portugal : En attente de jugement

Après une baisse de deux points du taux de chômage en 2013 et une sortie de récession au 2^{ème} trimestre, la situation économique devrait continuer à s'améliorer au Portugal en 2014. La croissance devrait s'élever à 0,8%, grâce à une contribution positive des exportations nettes et de l'investissement ; la détente des conditions financières pourrait se poursuivre, à moins qu'une décision défavorable du Tribunal constitutionnel, qui a déjà rejeté par 4 fois des mesures de consolidation depuis 2011, ne vienne rompre la dynamique.

2014 sera par ailleurs l'année de la fin du programme d'assistance financière au Portugal. Compte tenu de l'amélioration sensible des conditions de financement, le Portugal n'optera sans doute pas pour une nouvelle aide financière. Il devra dès lors choisir entre une sortie partielle du programme - assortie d'une ligne de crédit de précaution du MES - ou au même titre que l'Irlande, prétendre à une sortie définitive. Le succès de l'émission de 3 milliards d'euros de dette à 10 ans en février 2014 (la première depuis mai 2013), rend de plus en plus crédible et probable l'option d'une sortie définitive.

Le regain de confiance, permis par l'amélioration de la conjoncture économique et l'accès aux marchés financiers, pourrait toutefois être mis à mal par des décisions juridiques émanant du Tribunal constitutionnel. En effet, certaines dispositions du budget 2014 portant sur des réductions de salaire dans la fonction publique risquent d'être censurées. Une telle décision rendrait inatteignable l'objectif affiché d'un déficit de 4% pour 2014, ou obligerait le gouvernement - dont les efforts de consolidation pour 2014 reposent à plus de 80% sur les dépenses - à devoir annoncer de nouvelles mesures impopulaires afin d'atteindre la cible de déficit. Les deux alternatives (déficit de 4% inatteignable ou nouvelles annonces de consolidation) sont de nature à générer un stress financier capable de déprimer l'activité qui repart timidement. Fin août 2013, le rejet du Tribunal constitutionnel d'un projet de loi qui prévoyait la possibilité de licenciement des fonctionnaires avait conduit à de fortes tensions financières, poussant les taux souverains vers des niveaux comparables à ceux atteints après la démission du Ministre des Affaires étrangères en juillet. La décision du Tribunal, attendue en juin, sera donc un événement majeur pour l'économie portugaise en 2014.

Graphique 7 : Sensibilité des taux souverains du Portugal aux risques politiques



Source : Datastream

2.5.4. Espagne : la nouvelle Allemagne ?

La demande d'assistance financière de l'Espagne, quatrième économie de l'Union économique et monétaire en termes de PIB, au profit de ses banques en 2012, a fait craindre une nouvelle phase aigüe de la crise de la zone euro. L'Italie était alors décrite comme le prochain pays sur la liste, et la France citée comme candidate potentielle à rejoindre « le club MED » des pays du sud de l'Europe. Par conséquent, la sortie de l'Espagne de l'assistance européenne en décembre 2013, alors qu'elle n'a utilisé que 40% des fonds mis à sa disposition pour la recapitalisation de son système bancaire, est une bonne nouvelle à plusieurs titres. Elle souligne que l'économie espagnole se porte mieux et est en mesure de « marcher sans béquilles », que la restructuration des banques espagnoles a été efficace, et qu'elles sont désormais convenablement pourvues en fonds propres.

Sans partager l'enthousiasme de ceux qui voient en l'Espagne d'aujourd'hui l'équivalent de l'Allemagne de 2004 après le lancement de l'Agenda 2010 (pour des raisons liées aux structures productives différentes des deux économies, à un environnement économique moins porteur qu'alors, à la perte de capacité productive liée à la crise, au moindre niveau de gamme de la production et au moindre effort en R&D en Espagne), il est toutefois vrai que l'Espagne a mené des réformes (notamment visant à renforcer le marché du travail) qui lui ont permis de gagner en compétitivité.

Selon l'OCDE⁴⁸, près de la moitié de la baisse des coûts de main d'œuvre observée entre 2011 et 2013 provient des réformes. Cette amélioration de la compétitivité-coût a permis à l'Espagne de gagner des parts de marché à l'exportation et de redresser sa balance courante (devenue excédentaire); elle a également favorisé les entrées d'investissements directs étrangers, et permis aux entreprises de reconstituer leurs marges. Elle devrait également permettre à la croissance, revenue fin 2013, de s'affirmer en 2014, quoiqu'à des niveaux insuffisants (autour de 1%) pour faire reculer le chômage qui atteint des sommets alarmants (26%).

Une accélération future de la croissance dépendra de la conjoncture européenne et de la demande adressée à l'Espagne, de la capacité des autorités à poursuivre les réformes et l'assainissement budgétaire engagés depuis 2011, du maintien des gains de parts de marché acquis, et de la hausse du niveau de qualification de la main-d'œuvre (via des politiques d'investissements dans l'éducation, et de formation en direction des chômeurs) afin de continuer à dégager des gains de productivité, et devenir un site de production hautement compétitif.

Si la comparaison avec l'Allemagne paraît hasardeuse, l'Espagne pourrait toutefois devenir (à condition de réussir la réorientation de la main-d'œuvre anciennement employée dans le bâtiment) « la Chine de l'Europe », à savoir un centre de production « milieu de gamme », tirant profit de son avantage comparatif en termes de coûts salariaux moins élevés⁴⁹ par rapport à des pays comme la France ou l'Italie. La croissance de la production automobile observée dans le pays, qui est devenu le deuxième constructeur européen alors qu'il ne compte plus aucun constructeur national indépendant, a valeur signal.

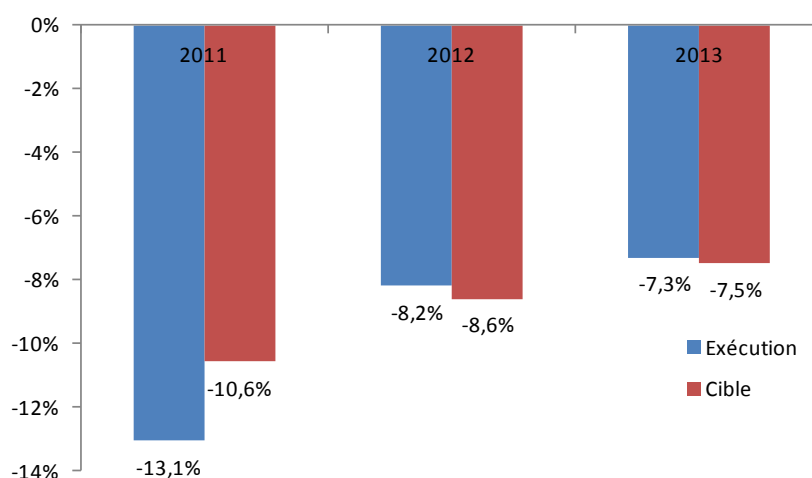
⁴⁸ Voir : « The 2012 Labour market reform in Spain: A preliminary assessment », OCDE (2013).

⁴⁹ Voir: <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=73264>.

2.5.5. Irlande : rigoureuse tel un tigre

Durement touchée par la crise (recul du PIB de 6% en 2009, doublement du taux de chômage entre 2007 et 2009, dette publique multipliée par 4 depuis 2007), l'Irlande fut le deuxième pays à bénéficier de l'assistance financière européenne. Trois ans plus tard, elle est sortie du programme d'aide, a retrouvé l'accès à des financements de marché, le déficit de sa balance courante s'est résorbé, le taux de chômage recule, la dette publique est sur une trajectoire descendante et la croissance du PIB devrait accélérer en 2014 et être proche de 2%. De plus, un satisfecit lui a été délivré pour avoir scrupuleusement respecté (voire dépassé) les objectifs budgétaires qui lui ont été assignés.

Graphique 8 : Evolution du solde budgétaire en Irlande (% du PIB)



Source : Commission européenne

La reprise qui s'installe en Irlande a été rendue possible par l'efficacité de la stratégie à deux piliers des autorités. D'un côté, un programme d'assainissement budgétaire d'envergure représentant près de 20% du PIB entre 2008 et 2013; de l'autre, un vaste plan de réformes structurelles favorables à la croissance économique et destiné à renforcer la compétitivité du site irlandais, à permettre une dynamique positive du marché du travail, et à réparer le système financier.

Par ailleurs, au même titre que la tenue des engagements budgétaires pris, la capacité des autorités irlandaises à préserver un niveau d'imposition sur les sociétés relativement attractif, en dépit des demandes pressantes des partenaires européens⁵⁰ d'augmenter le taux d'impôt sur les sociétés, est un point à signaler. Cela a permis à l'Irlande de conserver un pilier essentiel de son développement, et se révèle avoir été une stratégie gagnante puisqu'en dépit de la crise, les flux d'IDE entrants dans le pays ne se sont pas taris.

Néanmoins, en dépit de l'amélioration des perspectives de croissance du pays, l'économie irlandaise doit encore surmonter des défis de taille. L'émigration massive concomitante à la crise (87.000 personnes par an), parce qu'elle concerne principalement des jeunes qualifiés⁵¹, fait peser des

⁵⁰ France et Allemagne en tête.

⁵¹ 70% des émigrés d'Irlande depuis la crise ont entre 20 et 30 ans, et 62% sont détenteurs d'un diplôme d'études supérieures.

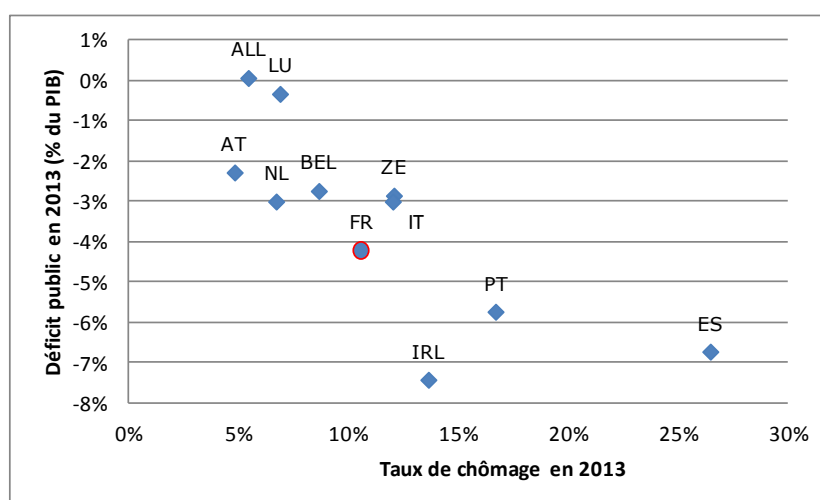
risques sur le potentiel de croissance à long terme du pays; l'inversion de cette tendance, qui passe par une amélioration des perspectives d'emploi, est souhaitable. L'augmentation du chômage de longue durée est également un élément préoccupant ; cela plaide pour une politique de requalification d'envergure en direction notamment des salariés précédemment employés par le secteur immobilier. Enfin, l'offre de crédit bancaire est encore largement contrainte et doit être améliorée.

2.6. France : grisaille, brouillard et brouillon dans la grande Nation

En novembre 2012, le journal anglais « The Economist » titrait « France, la bombe à retardement au cœur de l'Europe » et présentait la France comme étant le « nouvel homme malade » de la zone euro. Unanimement, les classes politiques, économiques et médiatiques françaises ont dénoncé ce « *french-bashing* » qu'ils ont qualifié de mauvais goût et de fallacieux, et ont rappelé que la France deuxième économie de la zone euro, était (avec l'Allemagne) l'un de ses principaux moteurs.

Et pourtant, le délai supplémentaire accordé à la France pour se conformer aux exigences du pacte de stabilité et de croissance alors que les comptes publics allemands sont à l'équilibre, la mise sous surveillance renforcée par la Commission des finances publiques de l'Hexagone, les dégradations de la note souveraine de la France alors que l'Allemagne a maintenu son triple A, la montée du chômage en France alors qu'il baisse en Allemagne, les performances commerciales à l'opposé des deux économies, soulignent la divergence croissante entre les deux pays et sont autant de preuves que la France se rapproche progressivement des pays de la périphérie de la zone euro, alors que l'Allemagne est demeurée au centre.

Graphique 9 : France, à la périphérie du centre



Source : Eurostat

L'économie française est confrontée à plusieurs difficultés : dérive des coûts de production, recul de la compétitivité, désindustrialisation, dépenses publiques élevées et rigides à la baisse, chômage structurel élevé, rigidité du marché du travail, faiblesse des marges des entreprises, recul du nombre d'entreprises exportatrices, fiscalité instable, illisible, et pénalisante. Ces défis ne sont pas nouveaux mais ont longtemps été ignorés, le déficit public⁵² servant d'amortisseur. Mais la crise des dettes souveraines, les divergences croissantes de performance vis-à-vis de l'Allemagne, les obligations européennes en termes de discipline budgétaire et de réformes structurelles, les dégradations successives, la perte d'influence dans les négociations européennes, ont contraint le nouveau

⁵² Pas un seul budget n'a été voté à l'équilibre en France depuis 1974.

Gouvernement (pourtant de gauche) à prendre des mesures, parfois libérales et impopulaires⁵³, afin de favoriser l'activité, l'emploi, et réduire le poids des dépenses publiques.

Toutefois, les effets positifs des réformes entreprises tardent à se manifester car elles arrivent trop tard (problème de timing)⁵⁴ et parce qu'elles manquent de cohérence d'ensemble (problème de crédibilité). En conséquence, la croissance de l'économie française ne devrait pas dépasser 1% en 2014 (après 0,3% en 2013), et le taux de chômage (à 10,2% au 4^{ème} trimestre 2013) pourrait continuer à progresser en dépit de l'engagement présidentiel d'inverser la courbe du chômage.

De plus, le « choc fiscal » des années 2012 et 2013 n'a pas donné les résultats escomptés en termes de réduction de déficit. Les nouvelles mesures de consolidations budgétaires programmées et qui porteront principalement sur les dépenses publiques, ne sont que moyennement crédibles ; selon la Commission européenne, « la France devrait manquer ses objectifs de déficit global et d'ajustement structurel » ; alors que le Gouvernement s'est engagé à ramener le déficit public sous les 3% en 2015, la Commission estime qu'il sera plutôt proche de 4%.

⁵³ Accord national interprofessionnel, pacte de responsabilité, TVA sociale, baisse annoncée de la dépense publique, pacte national pour l'emploi et la compétitivité etc.

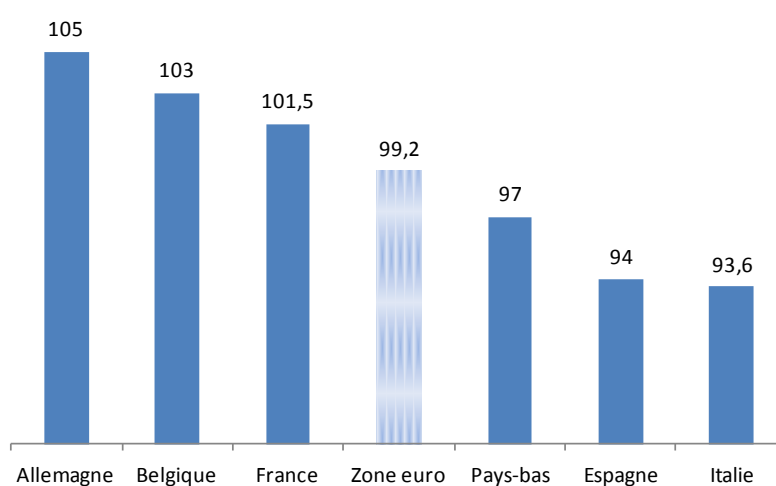
⁵⁴ Voir : R. Ghilardi et J. Verlet (2013), « Réduire le déficit public en France, une quadrature du cercle ».

2.7. Belgique : elle retrouve la patate

Malgré une faible croissance en 2013, la Belgique aura réussi un double exploit budgétaire. Elle est en effet parvenue à faire repasser sa dette publique sous les 100% du PIB en fin d'année et à tenir l'engagement pris envers les autorités européennes lors du semestre européen 2013⁵⁵, et a su réduire son déficit public de 4% en 2012 à 2,7% du PIB. Elle fut bien aidée en cela, il est vrai, par des recettes exceptionnelles provenant de la cession de la participation de l'Etat belge dans BNP Paribas Fortis⁵⁶.

En 2014, l'économie belge devrait poursuivre sur la bonne dynamique observée en fin d'année 2013⁵⁷. La croissance devrait atteindre 1,4%, alimentée par le rebond des exportations (hausse attendue de 3%), la progression de la consommation des ménages permise par une hausse du pouvoir d'achat et une amélioration de la situation du marché du travail, et l'investissement des entreprises, bien orienté grâce aux anticipations positives concernant la demande ; le PIB serait en conséquence 3% supérieur à son niveau d'avant la crise, soit l'une des meilleures performances au sein de la zone euro.

Graphique 10 : Niveau du PIB des principaux pays de la zone euro en 2014 (2008=100)



Source : Eurostat

Mais au-delà de l'assainissement budgétaire en cours, qui devrait permettre à la Belgique de sortir de la procédure pour déficits excessifs de la Commission européenne, et du rebond économique de 2014, le Gouvernement belge s'est doté, avec le Pacte pour la compétitivité et l'emploi de novembre 2013, d'un plan stratégique visant à installer la reprise dans la durée. Ce pacte vise à renforcer la compétitivité (coûts et hors coûts) des entreprises, soutenir le pouvoir d'achat des ménages, et favoriser la formation professionnelle ; elle pose donc les bases qui devraient permettre à la Belgique de tirer profit de la reprise européenne.

⁵⁵ « Le gouvernement s'engage à faire passer l'endettement en-dessous des 100% dès 2013 », Programme de stabilité de la Belgique (2013-2016).

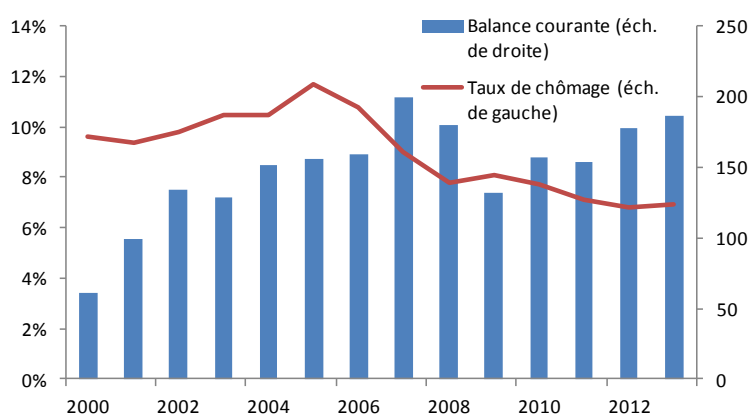
⁵⁶ Ces opérations ont rapporté près de 4 milliards d'euros.

⁵⁷ Le PIB belge a crû de 0,4% au 4^{ème} trimestre, soit l'une des fortes progressions parmi les pays de la zone euro.

2.8. Allemagne : Deutschland gibt Gas

Locomotive de la zone euro dont la signature souveraine (AAA) permet aux mécanismes européens de se financer sur les marchés à moindre coût, l'Allemagne est sans doute le pays de la zone euro à avoir le moins souffert de la triple crise (économique, financière, des dettes souveraines) que connaît l'Union économique et monétaire depuis 5 ans. En effet, le taux de chômage (6,9%) y est à son niveau le plus bas depuis la réunification, la dette publique n'a augmenté « que » de 20% depuis 2008 (contre 35% dans la zone euro) et est en repli depuis 2010, et la balance commerciale continue d'être largement excédentaire.

Graphique 11 : Evolution du taux de chômage (%) et de la balance commerciale (Mia Eur) en Allemagne



Source : Eurostat

Ces bonnes performances de l'économie allemande sont le résultat de la stratégie à deux piliers que mène l'Allemagne depuis le milieu des années 2000 et qui combine modération salariale et sérieux budgétaire. Cette stratégie, notamment le versant « sérieux budgétaire », a été « magnifiée » par la chancelière Merkel, seul chef de gouvernement de la zone euro à avoir été réélu depuis la crise.

Si la croissance allemande a été modeste en 2013 (+0,4%) du fait de la faiblesse de la demande en provenance des pays européens, l'activité devrait accélérer en 2014 grâce notamment à la consommation des ménages et à l'investissement des entreprises. La croissance devrait avoisiner 2% et la dette pourrait repasser sous les 75% du PIB, soit son niveau de 2009.

S'agissant de l'orientation européenne de la nouvelle coalition CDU-CSU-SPD, elle s'inscrit sans doute dans la continuité de la précédente et œuvrera pour une « zone euro allemande », où compétitivité et discipline budgétaire seront les objectifs à atteindre. L'idée de proposer aux pays européens en difficulté des contrats contraignants qui devront « être dirigés dans l'optique d'un renforcement de la compétitivité, de finances solides et durablement saines » présente dans le programme de coalition le confirme⁵⁸.

⁵⁸ <http://www.tagesschau.de/inland/koalitionsvertrag136.pdf>.

A suivre en 2014 :

Les tractations du trilogue (Parlement européen, Commission et Conseil) sur le deuxième pilier de l'Union bancaire ;

L'avis de la Cour européenne de justice sur l'OMT ;

Les résultats de l'évaluation complète des banques par la BCE ;

Les résultats des élections européennes ;

Le renouvellement des exécutifs européens (Commission et présidence du Conseil européen) ;

Les conditions de financement des pays périphériques sur les marchés ;

L'évolution des conditions de crédit aux entreprises dans les pays périphériques ;

L'avancée des projets de privatisations en Grèce ;

La décision du Tribunal constitutionnel concernant les mesures budgétaires au Portugal ;

L'évolution du marché du travail en Espagne ;

L'évolution des prêts non performants dans le bilan des banques italiennes ;

L'évolution du marché du travail en Irlande ;

La mise en œuvre du « Pacte de responsabilité » en France ;

La mise en place du plan de transition énergétique en Allemagne ;

Les résultats des élections belges ;

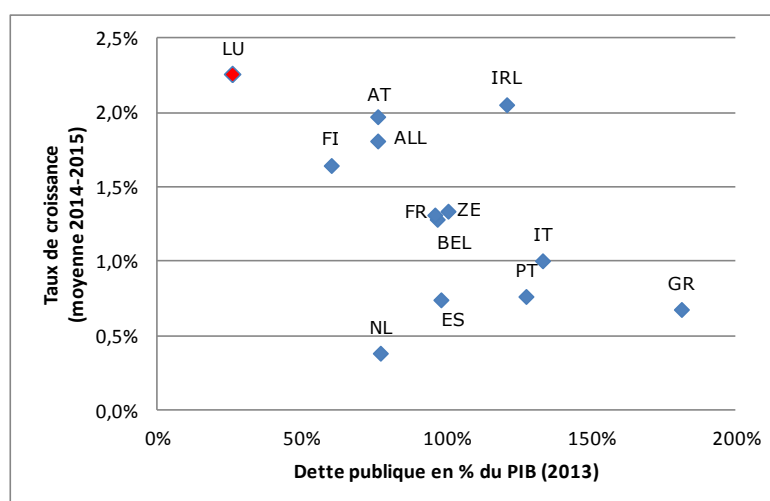
La résolution des difficultés de certaines banques autrichiennes.

3. Le Luxembourg : Agir, vite et bien.

3.1. Etat des lieux en trois temps après 5 ans de crise

Cinq années après l'éclatement de la crise, alors que l'environnement international reste incertain et que certains déséquilibres des pays périphériques de la zone euro demeurent, le Luxembourg est à la croisée des chemins. Certes, l'économie du Luxembourg est encore notée AAA (chose rare et précieuse), les perspectives de croissance y sont parmi les meilleures de la zone euro, l'emploi a continué de progresser durant la crise⁵⁹, et la dette y est faible en comparaison européenne.

Graphique 12 : Perspectives de croissance et dette publique dans la zone euro



Source : Eurostat

Néanmoins, au même titre que l'ensemble des pays développés, l'économie luxembourgeoise a beaucoup souffert depuis 2008. En divisant par deux la croissance potentielle du pays, les retombées négatives de la crise risquent d'ailleurs de peser encore longtemps sur les fondamentaux du pays, si rien n'est fait pour doper la croissance potentielle, empêcher la dérive des finances publiques, et faire mieux coïncider les compétences des demandeurs d'emploi à la demande de travail émanant des entreprises du pays.

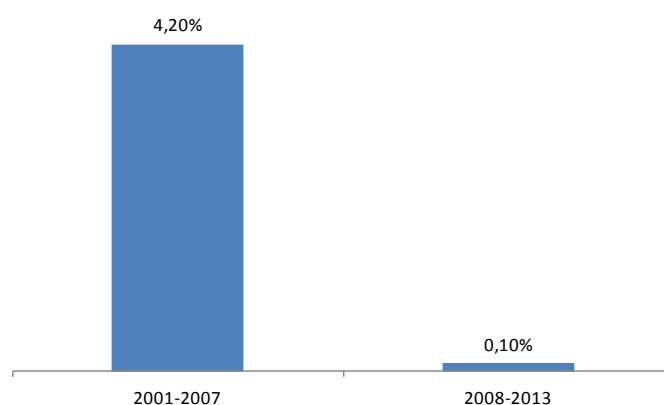
La crise a, premièrement, impacté la création de richesse dans le pays. Le Luxembourg qui connaissait un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 4% par an entre 2001 et 2007, n'a retrouvé son niveau de PIB d'avant crise qu'en 2013. Cela représente un terrain perdu en termes de croissance de l'ordre de 25% par rapport au sentier de croissance précédent. Après avoir connu les « vingt splendides⁶⁰ », le Luxembourg s'est retrouvé englué dans les « cinq piteuses » avec une baisse de la richesse nationale par habitant⁶¹ de plus de 10% depuis 2007. La faiblesse de la croissance au Luxembourg sur la période récente s'explique principalement par la moindre contribution du commerce extérieur, du fait du recul de la demande adressée au Luxembourg en lien avec la crise (contraction de la demande en provenance des autres pays) et de la perte de compétitivité de l'économie luxembourgeoise, largement imputable à l'absence de modération salariale dans le pays.

⁵⁹ Principalement dans le secteur non marchand.

⁶⁰ Période de forte croissance de l'économie luxembourgeoise s'étalant du milieu des années 1980 à 2007.

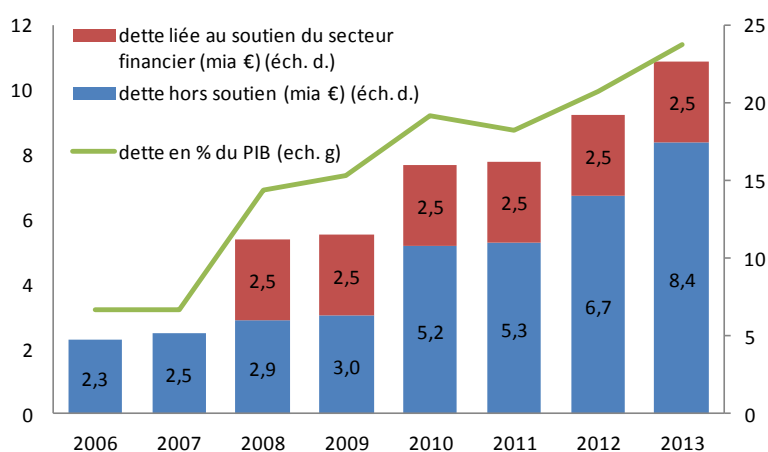
⁶¹ Mesurée par la RNB/habitant.

Graphique 13 : Taux de croissance moyen du PIB au Luxembourg



Un deuxième effet manifeste de la crise économique au Luxembourg est la dégradation sans précédent des finances publiques. Certes une partie de l'envolée de la dette publique s'explique par l'intervention, en 2008, de l'Etat luxembourgeois en faveur du secteur financier. Si le pays n'a pas connu de vague de faillites bancaires, les pouvoirs publics ont quand même dû intervenir et soutenir deux institutions à caractère systémique⁶², ce qui a augmenté la dette publique de 2,5 milliards d'euros (voir graphique 14). Mais au-delà de cette intervention ponctuelle, dont le coût final sera positif pour les finances publiques une fois que les prises de participation de l'Etat seront cédées - et de la décision d'Eurostat d'intégrer dans la dette publique les garanties accordées par l'Etat et les prêts accordés par le FESF⁶³ - l'augmentation de la dette publique s'explique par des éléments structurels. D'un côté, la moindre progression des recettes publiques du fait de la faiblesse de la croissance⁶⁴ ; et de l'autre, la forte progression des dépenses publiques par le jeu des stabilisateurs automatiques et l'incapacité de l'Etat à maîtriser sa masse salariale⁶⁵. De cela résulte un déficit récurrent de l'Administration centrale⁶⁶, de telle sorte que le Luxembourg - qui affichait, grâce au dynamisme d'alors des recettes - des excédents publics avant la crise, n'a connu qu'un seul exercice budgétaire non déficitaire depuis et vit dans « l'âge d'or des déficits ».

Graphique 14 : Evolution de la dette publique au Luxembourg



⁶² Source: 11^{ème} actualisation du PSC du Luxembourg, (janvier 2010).

⁶³ Cela représente entre 2,5% et 3% du PIB.

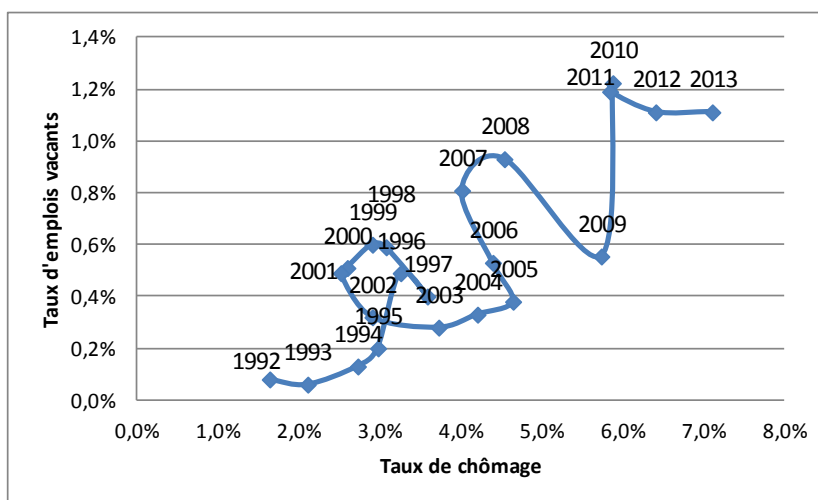
⁶⁴ Il s'agit là d'un effet direct et durable de la baisse de la croissance potentielle.

⁶⁵ +30% entre 2008 et 2012.

⁶⁶ De l'ordre de 1 milliard d'euros entre 2009 et 2013.

Il y a enfin l'impact de la crise sur le marché du travail. Si pendant la crise, l'emploi a continué de progresser, le rythme annuel de création d'emploi depuis 2008 (+2%) a été moitié moindre que la tendance historique observée depuis le milieu des années 1990. Par ailleurs, le nombre de chômeurs a doublé depuis 2008 (+10.000 demandeurs d'emploi) et le taux de chômage au sens strict atteint désormais 7,1%⁶⁷ (contre 4% début 2008). Cette forte augmentation du chômage des résidents, alors que l'économie luxembourgeoise a créé plus de 35.000 emplois depuis 2008 (dont 35% ont été pourvus par des travailleurs frontaliers), pose la question - récurrente - de l'adéquation entre la demande de travail en provenance des entreprises du pays et l'offre de travail émanant des résidents. Cette situation, qui résulte d'une inadéquation des compétences, fait que le chômage observé devient structurel (graphique 15). Ainsi, la proportion de chômeurs de longue durée⁶⁸ a augmenté de 135% depuis la crise. Cela pourrait d'ailleurs s'aggraver en l'absence de mesures de requalification au bénéfice des travailleurs du secteur financier, alors que ce secteur est appelé à se diversifier, pénétrer de nouveaux marchés, évoluer vers de nouveaux métiers, des changements qui supposent des pertes d'emploi.

Graphique 15 : Courbe de Beveridge⁶⁹ au Luxembourg



Sources : ADEM/calculs IDEA

⁶⁷ Plus de 18.000 chômeurs.

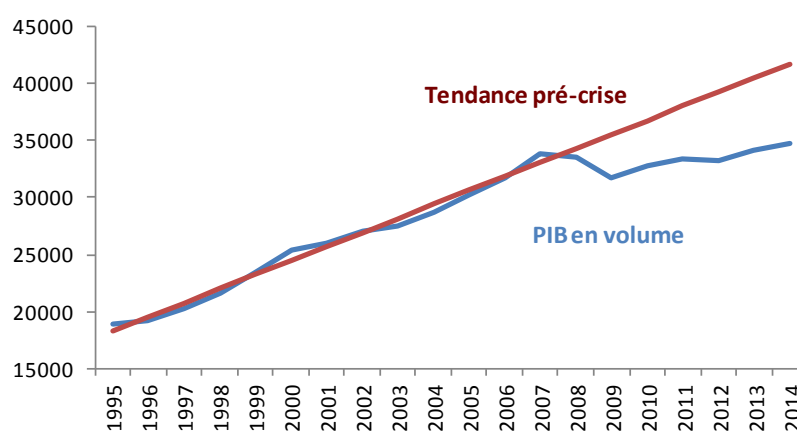
⁶⁸ Sans emploi depuis plus d'un an.

⁶⁹ La courbe de Beveridge permet d'apprécier l'appariement entre offre et demande de travail et met en relation le taux d'emplois vacants (mesuré ici en rapportant le nombre de postes vacants à l'ADEM à la population active) et le taux de chômage.

3.2. Le futur n'est plus ce qu'il avait l'habitude d'être

Selon les dernières publications du Comité de prévision⁷⁰ et de la BCL⁷¹, le taux de croissance du Luxembourg évoluerait autour de 2% en 2014 et 2015. Plus de 2% en 2014⁷², grâce notamment à la hausse de la demande adressée aux entreprises exportatrices en lien avec l'amélioration de la conjoncture dans la zone euro ; un peu moins de 2% en 2015, sous l'effet du changement réglementaire concernant la TVA sur le commerce électronique et de l'entrée en vigueur de l'échange automatique d'informations sur les revenus d'intérêts⁷³. La période de forte croissance (autour de 4%) est ainsi révolue, comme en témoigne le nouveau profil du PIB (graphique 16). La crise a donc impacté structurellement l'activité (perte en niveau et fléchissement du rythme de croissance).

Graphique 16 : Dynamique de l'activité au Luxembourg (PIB en Mio Eur)



Sources : Commission européenne/calculs IDEA

En conséquence, le rythme de création d'emploi sera faible (2% par an) comparé aux taux enregistrés par le passé, et le taux de chômage restera proche de 7%, au moins jusqu'en 2015. La persistance dévolutio du chômage à un niveau aussi élevé confirme l'hypothèse d'une hausse de la composante structurelle du chômage, et de la convergence du taux de chômage structurel vers le taux de chômage effectif. Il s'agit là d'un changement structurel qui pèsera sur les finances publiques (indemnisation chômage, moindres rentrées fiscales, RMG), et qui représente une menace pour la cohésion sociale (risque de pauvreté).

Le marché du travail au Luxembourg serait ainsi l'un des plus dégradés parmi les pays de l'OCDE en termes de chômage. Alors que dans plusieurs pays, le taux de chômage convergera en 2015 vers le niveau de 2008 (pays nordiques hors Finlande, Royaume-Uni, Belgique), voire sera en dessous des

⁷⁰ Voir « Projections macroéconomiques et prévision des finances publiques à politique inchangée pour la période 2013-2016 », (novembre 2013).

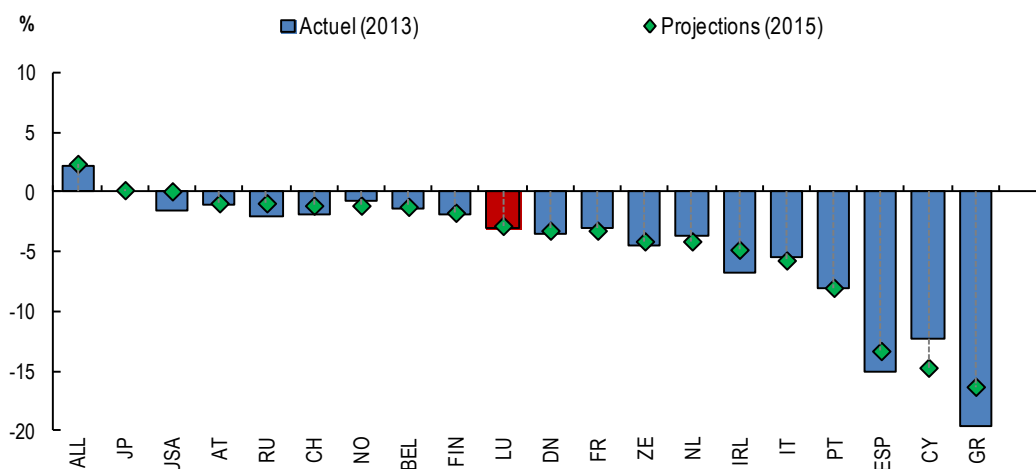
⁷¹ Voir « Bulletin BCL 2013/4 », (décembre 2013).

⁷² N.B. le Gouvernement table sur 3,2% de croissance en 2014 dans le projet de loi budgétaire, l'OCDE prévoit 2,3%, la Commission européenne 2,2%. Les prévisions de croissance du Luxembourg ayant été systématiquement surévalué par le Gouvernement depuis 2008, l'hypothèse retenue pour le budget 2014 peut être considérée comme optimiste vu les risques baissiers en présence.

⁷³ Les deux mesures seront effectives à partir du 1^{er} janvier 2015.

niveaux pré-crise (Allemagne, Etats-Unis, Japon), la distance du taux de chômage en 2015 par rapport à son niveau de 2008 sera de 3% au Luxembourg.

Graphique 17 : Ecart du taux de chômage par rapport au niveau de 2008



Source : OCDE

En outre, la dégradation des finances publiques en cours depuis 2008 devrait se poursuivre, voire s'aggraver (à politique inchangée). Si en 2014, le déficit public⁷⁴ sera contenu (-0,4%)⁷⁵ ; toute chose égale par ailleurs⁷⁶, en 2015, il devrait dérapier et atteindre -2,1% du PIB. Cette dégradation s'explique principalement par la perte de recettes publiques due au changement réglementaire concernant la TVA sur le commerce électronique (entre 700 millions et 1 milliard d'euros), et par la tendance « naturelle » à la hausse des dépenses publiques (hausse anticipée de 5,7% en 2015). Cette perte étant permanente, le solde structurel⁷⁷ passerait d'un léger excédent en 2014 (+0,4%) à d'importants déficits en 2015 (-1,5%) et 2016 (-2,2%). La dette publique augmenterait jusqu'à atteindre 29,2% du PIB en 2016, et les charges d'intérêt atteindraient 300 millions d'euros. La consolidation des finances publiques est donc un impératif puisqu'à politique inchangée pèserait sur le Luxembourg une double menace ; d'un côté, la menace d'être sanctionné par le Conseil de l'Union européenne pour « écart important » à l'objectif budgétaire à moyen terme conformément aux exigences du Six-pack et du TSCG, et de l'autre, la menace de « perte de crédibilité budgétaire » si la dette publique venait à dépasser le seuil de 30% du PIB⁷⁸.

⁷⁴ Il s'agit du déficit de l'Administration publique.

⁷⁵ Source : Comité de prévision. Le budget pour 2014 prévoit un léger excédent de 0,2% du PIB.

⁷⁶ C'est-à-dire sans mesures de consolidation.

⁷⁷ Solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles, déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires.

⁷⁸ Le nouveau Gouvernement s'est engagé à maintenir à tout moment, la dette publique sous le seuil de 30%.

4. Double enjeu pour le Luxembourg : Consolider les finances publiques et sortir de la crise par le haut

Les défis auxquels est confronté le Luxembourg, comme le démontrent les chiffres concernant les perspectives de croissance et l'évolution de la dette publique, sont de deux ordres. Il faut assainir les finances publiques, et pour ce faire prendre des mesures « structurelles » qui ne brident pas la reprise économique naissante ; et créer les conditions d'une croissance robuste et soutenable (sans doute inférieure aux taux connus avant la crise) tout en tenant compte de la « contrainte budgétaire » qui interdit, de fait, toute velléité de relance budgétaire par la dépense publique.

4.1. Quel est l'ampleur de l'ajustement budgétaire à opérer ?

La réforme de la gouvernance dans la zone euro avec l'introduction du Six-pack et du TSCG permet d'apprécier désormais « à l'aune européenne » la viabilité budgétaire des Etats membres. Avec l'automatisme des sanctions en cas de manquements (volet correctif du Six-pack)⁷⁹, les règles sont enfin devenues plus crédibles.

Dans la nouvelle architecture européenne, c'est le solde budgétaire structurel, à partir duquel est défini l'objectif budgétaire à moyen terme, qui permet de déterminer l'ampleur de l'ajustement nécessaire dans un Etat membre. Désormais, en cas d'écart important⁸⁰ à l'objectif budgétaire à moyen terme, il faut « automatiquement » corriger la dérive, sous peine de sanctions.

Lors de la 14^{ème} actualisation du Programme de stabilité et de croissance du Luxembourg en 2013, l'objectif budgétaire à moyen terme retenu pour les trois prochaines années, correspond à un solde structurel positif de 0,5% du PIB. Sur la base des projections du Comité de prévision, le solde structurel du Luxembourg s'écarterait donc de 2% de sa cible en 2015, et de 2,7% en 2016, des écarts « importants ».

Tableau 2 : trajectoire des finances publiques à « politique inchangée »

en% du PIB	2013	2014	2015	2016
Recettes	43,2	42,8	42,3	42,3
Dépenses	43,4	43,2	44,4	44,2
Solde des Administrations publiques	-0,2	-0,4	-2,1	-1,9
Solde structurel	1	0,4	-1,5	-2,2
Objectif budgétaire à moyen terme	0,5	0,5	0,5	0,5
Dette publique	24,3	25,1	27,5	29,2

Source : Comité de prévision

NB : ne sont pas retenus ici les chiffres du budget 2014, car le budget ne renseigne pas sur la situation des finances publiques en 2015 et 2016, ni sur le solde structurel qui est indispensable à nos calculs.

⁷⁹ Voir : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-318_fr.htm

⁸⁰ L'écart au solde structurel est considéré comme « important », s'il est supérieur ou égal à 0,5% du PIB sur une année donnée, ou à 0,25% du PIB en moyenne sur deux années consécutives.

L'effort budgétaire structurel à accomplir s'élève donc (à minima) à 1,5 milliard d'euros⁸¹, correspondant au montant permettant d'atteindre l'objectif budgétaire à moyen terme (un excédent structurel de 0,5% du PIB) en 2017. Ce montant, correspondant à environ 2,7% du PIB, est la cible minimale qui devra guider la politique d'assainissement à moyen terme (2015-2017) du nouveau gouvernement.

⁸¹ Ce chiffre est obtenu sur la base de l'écart entre le solde structurel à politique échangée entre 2015 et 2016, et l'objectif budgétaire à moyen terme de +0,5%.

4.2. Quelle stratégie de consolidation budgétaire adopter ?

L'efficacité d'une politique de consolidation budgétaire dépend de plusieurs facteurs. L'importance des différents facteurs variant suivant le « modèle » de développement économique des pays, le niveau des multiplicateurs budgétaires, l'élasticité des recettes et des dépenses publiques au PIB, le cycle économique, l'éventualité de comportements de passagers clandestins, le poids des dépenses publiques dans le PIB, le montant et le rythme de la consolidation, le choix des instruments de consolidation (quels impôts, quelles dépenses), etc.

Dans le contexte luxembourgeois, l'ampleur de la consolidation à mener entre 2015 et 2017 pour se conformer à l'objectif budgétaire à moyen terme (2,7% du PIB)⁸² est relativement faible comparée aux efforts structurels conduits par d'autres pays de la zone euro sur une période comparable (2011-2013). Sur cette période, l'assainissement budgétaire des pays de la zone euro a été de l'ordre de 3,1 points de PIB.

Par ailleurs, le Luxembourg devant conduire son programme d'assainissement en période de reprise économique et de moindre austérité dans les autres pays européens, l'effet récessif de l'ajustement s'en trouvera, de fait, minimisé. De plus, les hauts niveaux de pouvoir d'achat et de salaires au Luxembourg font que les possibles externalités négatives (risque de pauvreté, risque de précarité, risque sanitaire, épargne de précaution déprimant l'activité, etc.) sont minimales.

Concrètement, les mesures de consolidation budgétaire à mener doivent s'appuyer sur des hausses d'impôts ou des baisses de dépenses permanentes⁸³. Contrairement à ce qui est parfois avancé, la littérature économique ne renseigne pas sur le choix de la stratégie budgétaire optimale, à savoir le « dosage » pertinent entre hausse d'impôts et baisse de dépenses ; cela dépendra des caractéristiques intrinsèques de chaque pays. Il semble toutefois se dégager un consensus académique⁸⁴ sur l'instrument de consolidation à privilégier en fonction du cycle économique. En période de récession, les hausses d'impôts seraient préférables aux coupes budgétaires, alors qu'en période d'expansion économique, il serait préférable de baser la consolidation sur des réductions de dépenses. A cet égard, les mesures de consolidation adoptées en 2010 et 2012 par le précédent Gouvernement, qui reposaient à 80% sur des hausses d'impôts et à 20% sur des baisses de dépenses⁸⁵, étaient judicieusement réparties quoiqu'à contre-courant de ce qui se faisait dans la zone euro.

La stratégie de consolidation budgétaire du Luxembourg pour les prochaines années devrait reposer principalement sur des réductions de dépenses publiques, l'économie se trouvant en phase ascendante du cycle, et les marges de manœuvre du côté des recettes ayant déjà été largement réduites après les deux paquets fiscaux de 2011 et 2013.

⁸² Le raisonnement se base sur le « minimum requis » pour se conformer à l'objectif budgétaire à moyen terme. L'ajustement nécessaire pour assurer la viabilité budgétaire à long terme est en réalité largement supérieur compte tenu des coûts, à venir, liés au vieillissement de la population.

⁸³ Il doit s'agir de baisses de dépenses ou de hausses de prélèvements structurelles et non ponctuelles.

⁸⁴ Les mesures de consolidation prises depuis 2010 ont plutôt concerné des réductions de dépenses, ce choix peut expliquer (en partie) la sévérité de la récession dans la zone euro selon certains travaux. Voir : « Successful Austerity in USA, Europe, and Japan », FMI (juillet 2012).

⁸⁵ Ne sont prises en compte que les mesures (hausse d'impôts, baisses de dépenses) de nature structurelle.

La répartition suivante semble convenable : 900 millions d'euros de réduction de dépenses, 600 millions d'euros de recettes fiscales supplémentaires⁸⁶. Il serait par ailleurs économiquement bienvenu « d'exporter » une partie de l'effort de consolidation et ainsi en limiter l'effet sur la demande intérieure, la présence de nombreux travailleurs frontaliers au Luxembourg (plus de 150.000) est à cet égard une opportunité à exploiter.

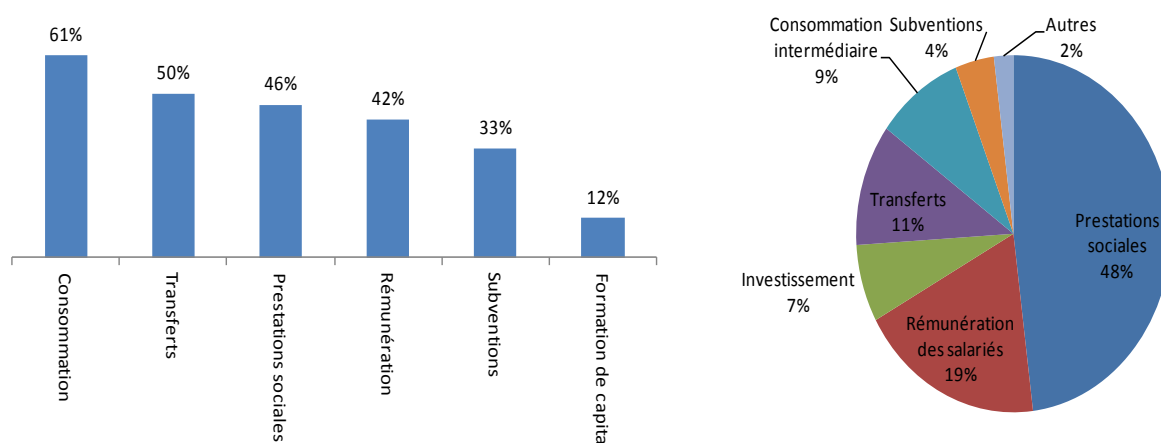
⁸⁶ Cette répartition est construite en considérant comme « certaine » la hausse de 2% des taux de TVA et n'est qu'une combinaison possible parmi beaucoup d'autres, le dosage en matière de consolidation budgétaire permettant des équilibres multiples.

4.3. Où trouver 1,5 milliard d'euros ?

La théorie économique, se basant sur les épisodes de consolidation budgétaire réussie, renseigne⁸⁷ qu'il est bienvenu de privilégier, côté « dépenses » : les prestations sociales, la consommation intermédiaire, la rémunération dans la fonction publique; et côté « recettes » : les taxes sur la consommation, l'impôt foncier, et le « raboutage » des dépenses fiscales, pour mener à bien une politique visant à redresser les finances publiques. Ce sont les instruments (budgétaires et fiscaux) ayant les multiplicateurs les plus faibles⁸⁸.

L'examen de la répartition des dépenses des administrations publiques (graphique 18) montre que les prestations sociales (48%), la rémunération des salariés du secteur public (19%), les transferts (11%), et la consommation intermédiaire (9%) sont les principales « masses » de dépenses publiques au Luxembourg. Ces 4 postes offrent donc des possibilités d'économie, et ce d'autant plus qu'ils ont beaucoup progressé depuis 2007 (graphique 18), sans qu'on observe des hausses de performance notables en termes de lutte contre les inégalités ou de qualité des services publics rendus.

Graphique 18 : Evolution (2007-2013) et répartition (2013) des dépenses des Administrations publiques⁸⁹



Sources : STATEC/ Comité de prévision

S'agissant des recettes, le taux normal de TVA est à 15% au Luxembourg, contre 20% en moyenne dans la zone euro. Une augmentation du taux de TVA, qui semble d'ailleurs acquise, est donc une piste judicieuse à exploiter ; l'avantage compétitif du Luxembourg en la matière et qui permet d'attirer des consommateurs frontaliers ne s'en trouvera pas ébranlé ; le Luxembourg continuera d'avoir le taux de TVA le plus bas de la zone euro, et en l'augmentant ne fera que rejoindre une tendance de fond observable depuis 2008 (voir Tableau 3).

⁸⁷ Voir : « Regards sur l'impact des mesures budgétaires », STATEC (décembre 2012), pour une revue de littérature.

⁸⁸ Les dépenses publiques d'investissement et les impôts sur le capital étant les instruments d'intervention ayant les multiplicateurs les plus élevés

⁸⁹ Il s'agit des dépenses publiques consolidées des Administrations centrale, locale et de sécurité sociale.

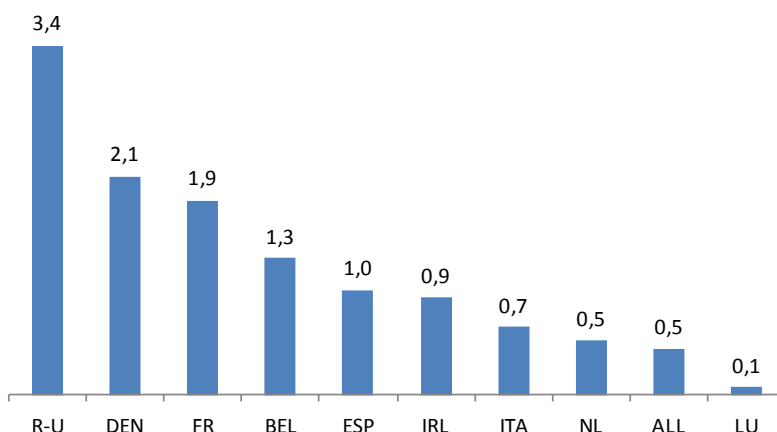
Tableau 3 : Principaux changements du taux de TVA dans la zone euro depuis 2008

	Taux normal	Taux intermédiaire	Taux réduit
FR	+0,4%	+4,5%	-
CY	+3%	-	-
ESP	+5%	+3%	-
FIN	+1%	+1%	+1%
GR	+4%	+4%	+2,5%
IRL	+2%	-	-
ITA	+1%	-	-
NLD	+2%	-	-
PT	+2%	+1%	+1%

Source : Banque de France

De même, l'impôt foncier est au Luxembourg insignifiant en comparaison européenne. Compte tenu de la valeur réelle des biens immobiliers dans le pays, cela peut être considéré comme une anomalie. Corriger cette anomalie permettrait de dégager de nouvelles recettes, voire peut contribuer à corriger certains déséquilibres du marché immobilier.

Graphique 19 : Rendement de l'impôt foncier en Europe (en % du PIB)



Source : Taxation trends in the European Union

Enfin, les dépenses fiscales sont largement utilisées au Luxembourg, sans faire l'objet d'un suivi régulier et exhaustif. Certaines d'entre elles, qui avaient une raison d'être au moment où l'économie luxembourgeoise connaissait le plein emploi, n'ont plus de raison et pourraient être supprimées. Raboter les dépenses fiscales étant par ailleurs une façon indolore d'augmenter les impôts (il s'agit d'un élargissement de la base taxable sans relèvement de taux), une évaluation complète de l'efficacité de l'ensemble des dépenses fiscales et de leurs coûts, devrait être un élément central de la fonction objective du Gouvernement dans une optique de remise à plat de la fiscalité.

Sur la base de ces éléments, le tableau suivant présente un ensemble de mesures correspondant à un effort structurel de 1,5 milliard d'euros entre 2015 et 2017.

Tableau 4 : Programme de consolidation budgétaire suggéré (2015-2017)⁹⁰

	Montant (Mio €)	Mise à contribution des frontaliers*
Dépenses (Mio Eur)	900	
Maîtriser la masse salariale de la fonction publique (sous-indexation des salaires dans la fonction publique, lier le 13 ^{ème} mois à l'appréciation des pratiques professionnelles, revenir sur l'automatisme des promotions, réviser la valeur des points indiciaires, moindre embauche, etc.)	320	0
Rationaliser les dépenses de consommation des Administrations publiques (rationaliser les achats de l'Etat, baisser les frais de représentation, améliorer la politique de communication et de promotion, etc.)	100	0
Maîtriser les dépenses de santé (favoriser les médicaments génériques, prime sur les soins reçus à l'étranger, augmenter la part des paiements à charge du patient, rendre le médecin référent obligatoire, etc.)	50	+
Réduire progressivement le forfait d'éducation	20	
Repenser les prestations familiales (cibler davantage les prestations en fonction des ressources, supprimer l'une des trois tranches de l'allocation naissance, moduler le montant alloué pour les majorations d'âge, réduire la prise en charge pour le congé parental, abaisser l'âge limite des prestations à 16 ans, etc.)	350	++
Baisse de la charge d'intérêts servie sur la dette publique (vente de participations ou de biens mobiliers afin de diminuer la dette publique)	30	0
Réduire les subventions et les transferts (aide au développement, transferts aux écoles privées et aux ASBL, etc.)	10	
Baisser les dépenses relatives au chômage (moindre taux de remplacement, réduction de la durée d'indemnisation, politique d'activation)	20	0
Recettes (Mio Eur)	600	
Fiscaliser les prestations sociales en espèces	45	++
Augmenter de 2 points la TVA	400	+
Doubler l'impôt foncier	35	0
Réduire le manque à gagner des dépenses fiscales⁹¹	120	+

Les symboles (++ : fort, + : moyen, 0 : nul) renseignent sur le degré d'« exportabilité » (mise à contribution des frontaliers) des mesures de consolidation proposées.

⁹⁰ Les chiffres avancés sont des estimations (et pas des mesures) et correspondent aux montants de consolidation pour la période 2015-2017 dans la configuration retenue. N'est faite aucune mention des pensions car elles supposent une réforme d'envergure au delà de la consolidation nécessaire pour 2015-2017.

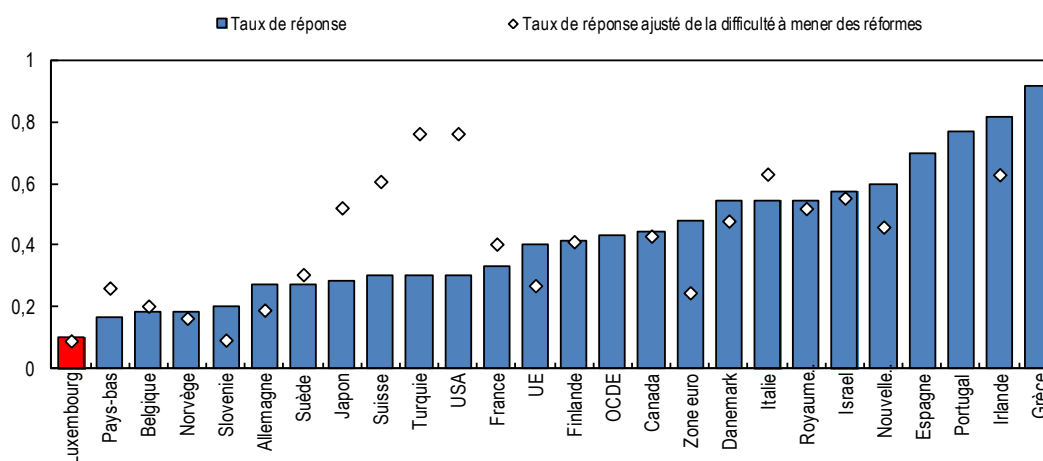
⁹¹ Par l'abaissement des plafonds de déductibilité des abattements fiscaux, suppression de la déductibilité fiscale de certaines primes d'assurance et du forfait kilométrique, durcissement des conditions de déductibilité des intérêts d'emprunt, révision du crédit d'impôt sur les actes notariés et de la bonification d'intérêt, etc.

4.4. Comment renouer avec une croissance vigoureuse ?

L'économie luxembourgeoise est en panne de croissance, c'est un constat partagé par le plus grand nombre. S'il est communément admis que les taux de croissance observés au Grand-Duché entre le milieu des années 1980 et 2007 sont désormais hors de portée, les perspectives de croissance futures (autour de 2%) demeurent toutefois insuffisantes pour financer le train de vie de l'Etat providence luxembourgeois - dont les équilibres financiers et sociaux requièrent une croissance supérieure à 3% - et empêcher un appauvrissement du pays.

Alors que la crise a fait lourdement chuter la croissance potentielle, et que de fortes contraintes extérieures pèsent sur certaines des « niches de souveraineté » du Luxembourg, il convient de « réinventer la croissance » et de réformer l'Etat providence. Si de nombreux pays en Europe, souvent pressés par les marchés financiers, ont engagé des réformes d'envergure, dont les premiers effets positifs (notamment en termes de compétitivité) commencent à se manifester, force est de constater que l'économie luxembourgeoise accuse un sérieux retard en la matière.

Graphique 20 : Taux de réponse des pays développés aux recommandations de l'OCDE



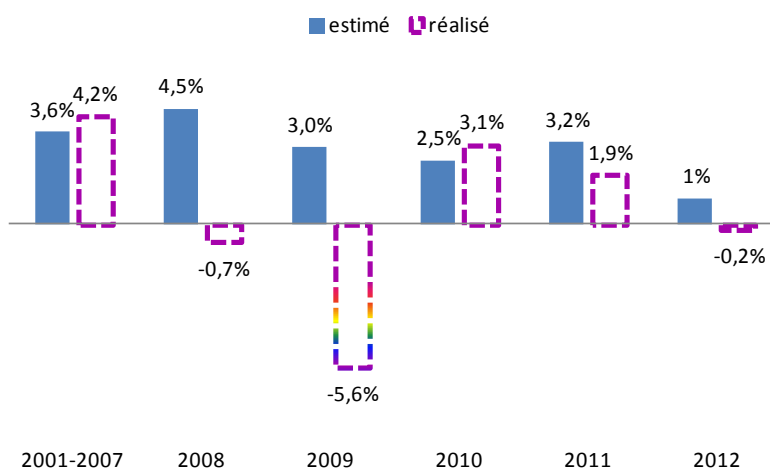
Source : OCDE

L'apparente réticence à réformer vient sans doute de la croyance, largement partagée entre 2008 et 2012, que la croissance allait revenir, que les difficultés de l'économie luxembourgeoise étaient conjoncturelles et passagères, qu'il n'y avait nul besoin de mettre en place des programmes ambitieux de correction des déséquilibres macroéconomiques au delà des mesures « ponctuelles » de relance, puis d'assainissement budgétaire.

Preuve de ce biais optimiste, les prévisions de croissance à un an des programmes de stabilité et de croissance (PSC) du Luxembourg ont été surestimées en moyenne de 0,6%⁹² depuis la crise, alors que dans les PSC précédents (2001-2007), la prudence prévalait.

⁹² Moyenne calculée pour les programmes de 2010, 2011 et 2012, les années 2008 et 2009 ayant été des années de crise de grande ampleur.

Graphique 21 : Taux de croissance (estimé et réalisé) au Luxembourg depuis 2001



Source : PSC du Luxembourg

Afin d'obtenir de meilleurs résultats en matière de croissance dans les années à venir, il faudra mettre en œuvre des réformes structurelles permettant de regagner en compétitivité, d'éviter la hausse du chômage de longue durée, de favoriser le développement de nouvelles activités innovantes et génératrices de valeur ajoutée, d'accroître l'offre immobilière résidentielle. Autant de mesures susceptibles de générer un point de croissance supplémentaire (voir infra : 10 chantiers pour un point de croissance), à condition que le triple choc de 2015 soit bien négocié et ne déstabilise pas l'économie.

4.5. Comment gérer au mieux le triple choc de 2015 ?

En 2015, 3 changements majeurs viendront impacter, et ce de façon structurelle, l'activité économique du Luxembourg : hausse de deux points des taux normaux (15%) et réduits (6%) de TVA⁹³, perte de recettes avec la modification de la réglementation en Europe en matière de TVA sur le commerce électronique, et introduction de l'échange automatique d'informations sur les revenus d'intérêts⁹⁴.

Dans un « worst case scenario⁹⁵ », la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise, déjà mise à mal (voir *infra*), serait négativement impactée (effet hausse TVA), les finances publiques seraient vivement dans le rouge (effet perte de TVA sur le commerce électronique), le niveau des actifs sous gestion du secteur financier dévisserait (effet échange automatique d'informations). En cas de non-neutralisation, avec la hausse de TVA, la dégradation de la compétitivité viendrait singulièrement de l'existence de l'échelle mobile des salaires (indexation), qui par effet de second tour risque de peser sur les coûts de production de toutes les entreprises. La perte de recettes avec le changement de régime sur la TVA du commerce électronique, estimée entre 700 millions et 1 milliard d'euros, entraînerait une forte détérioration du solde des Administrations publiques si elle n'était pas compensée. Enfin, l'introduction de l'échange automatique d'informations sur les revenus d'intérêts risque de faire plonger le montant des actifs sous gestion de la place (phénomène d'attrition), et entraîner la perte de près d'un millier d'emplois⁹⁶ dans le secteur financier sans réaction à la hauteur de l'enjeu.

Vu les effets économiques potentiellement néfastes à politique inchangée, il convient d'ériger des digues afin d'amortir convenablement ce triple choc.

Empêcher que la hausse de la TVA ne se traduise en perte de compétitivité suppose de neutraliser ses effets sur l'échelle mobile des salaires. Une remise à zéro du compteur d'inflation quelques mois après l'entrée en vigueur de la hausse de TVA, ou une sous-indexation⁹⁷ de l'échelle mobile des salaires sont à ce titre des pistes à explorer.

Afin d'éviter que les finances publiques ne dérapent en perdant les recettes, exceptionnelles depuis 2007⁹⁸, liées au commerce électronique, une stratégie de consolidation durable visant à améliorer le solde structurel de 1,5 milliard d'euros devra être adoptée (voir *supra*). Suivant les conditions de marché, et si la dette publique venait à trop se rapprocher du seuil de 30% du PIB, la vente de quelques participations détenues par l'Etat peut s'avérer utile.

S'agissant des risques (en termes de montants d'actifs gérés, d'emplois, de coûts informatiques, de marges, etc.) que font peser sur le secteur financier l'échange automatique d'informations, la

⁹³ La date d'entrée en vigueur de la hausse de TVA sera précisée le 2 avril 2014, lors du discours sur l'Etat de la nation du Premier ministre. Selon certains observateurs, la hausse pourrait avoir lieu dès l'été 2014.

⁹⁴ Une extension de la directive à d'autres formes de revenus et à d'autres produits financiers n'est pas à exclure.

⁹⁵ Dans un tel scénario, les agents économiques concernés (Etat, place financière) ne modifient en rien leur fonction objective et subissent les trois événements.

⁹⁶ Source: Note de conjoncture 2/2013, page 118-120, STATEC (2013).

⁹⁷ Tranche indiciaire inférieure à 2,5% comme en 1986 et 1987.

⁹⁸ Il s'agit de recettes exceptionnelles car depuis la signature du « VAT package » en 2007, le changement de régime de taxation concernant le commerce électronique était acté.

stratégie à adopter est celle d'une coopération sans faille entre l'Etat et les acteurs de la place, axée sur la diversification et la formation. Il s'agira de dénicher de nouveaux clients et de proposer de nouveaux produits en s'appuyant sur une image renouvelée de la place⁹⁹ (optique diversification) et de s'assurer que les compétences, anciennement employées par le secteur financier (en particulier dans la banque privée) et qui auront perdu leur emploi, puissent servir les nouveaux clients (optique formation). Cette stratégie de réorientation de la main-d'œuvre est très importante au risque de voir un « bataillon » d'anciens employés de la finance venir grossir les rangs des chômeurs.

Encadré 3 : quel sera l'impact du triple choc de 2015 au Luxembourg

Le présent raisonnement est effectué à politique inchangée.

La hausse de TVA¹⁰⁰, sous l'angle des finances publiques, devrait rapporter entre 350 et 400 millions d'euros de recettes supplémentaires¹⁰¹. Toutefois, cette hausse devant concerner plus de 80% des éléments imposables à la TVA, elle ne sera pas sans conséquence sur l'inflation. Elle pourrait ainsi se traduire par un choc d'inflation de l'ordre de 0,7%¹⁰². S'il n'est pas à craindre d'effets négatifs sur la consommation¹⁰³, la dérive des coûts salariaux unitaires, observée depuis des années au Luxembourg et qui grève la compétitivité du pays et ses performances à l'exportation, peut s'en trouver renforcée avec la hausse de la TVA, l'inflation supplémentaire générée (+0,7%) étant de nature à conduire au déclenchement d'une tranche indiciaire.

La perte de recettes liée au changement de régime de TVA sur le commerce électronique, estimée entre 700 millions et 1 milliard d'euros, en plus de mettre les finances publiques sous pression, affectera négativement l'activité. En effet, cette déperdition de recettes, qui s'apparente à un transfert de revenus vers le reste du monde, aura un impact négatif sur la croissance de l'ordre de 1% en 2015 selon les estimations de la BCL¹⁰⁴.

L'entrée en vigueur de l'échange automatique d'informations sur les revenus d'intérêts, impacterait sensiblement l'activité de la place, notamment le secteur de la « banque privée¹⁰⁵ » qui pourrait concentrer 25% des pertes d'emploi consécutives à ce changement réglementaire, et subir des retraits de capitaux évalués entre 5 et 15 milliards d'euros¹⁰⁶. Cette mesure pourrait avoir un impact négatif sur la croissance de l'ordre de 1% en 2 ans¹⁰⁷.

⁹⁹ Avec l'échange automatique d'informations, la place a la possibilité d'attirer de nouveaux clients, jusque là « réticents » à investir au Luxembourg, avec l'existence du secret bancaire qui participait à l'image « sulfureuse » du pays (paradis fiscal).

¹⁰⁰ Hausse de deux points du taux standard (15%) et du taux réduit (6%).

¹⁰¹ Il s'agit d'une estimation et non d'une mesure.

¹⁰² En retenant l'hypothèse d'une transmission de l'ordre de 35%.

¹⁰³ Du fait du haut niveau de pouvoir d'achat et du taux d'épargne élevé des ménages (20% du revenu disponible).

¹⁰⁴ Ibid.

¹⁰⁵ 300 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

¹⁰⁶ Source: STATEC.

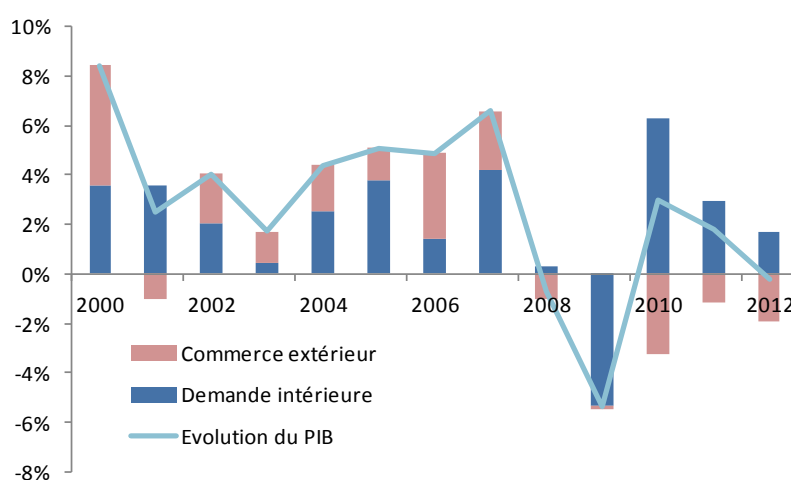
¹⁰⁷ Source: STATEC.

5. Dix chantiers pour un point de croissance

5.1. Freiner la perte de compétitivité

Petite économie ouverte, les exportations sont d'une importance capitale pour l'économie du Luxembourg. Ainsi, près de 80% des biens et services produits au Luxembourg sont exportés. Mais alors que les exportations nettes de biens et services contribuaient positivement à la croissance depuis le milieu des années 1980, on observe une rupture depuis la crise. La faiblesse de la croissance luxembourgeoise depuis 2008 est ainsi largement imputable à la contribution négative de la balance des biens et services à la croissance, et au recul des parts de marché à l'exportation des entreprises luxembourgeoises (-18% en 5 ans).

Graphique 22 : contributions à l'évolution du PIB



Source : STATEC

Preuve de la dérive du commerce extérieur luxembourgeoise, fin 2012, les exportations de biens et services retrouvaient tout juste leur niveau de 2007. Pour mémoire, sur les 6 années précédentes, elles avaient progressé de 40%, alimentant la phase d'expansion économique observée alors.

Certes, une partie de l'évolution défavorable du commerce extérieur du Luxembourg est attribuable à la crise financière et à la moindre demande de services financiers de ces partenaires commerciaux ; toutefois, l'évidente corrélation positive entre les évolutions des exportations et l'ajustement de la compétitivité-coût dans de nombreux pays européens depuis 2008¹⁰⁸, permet d'affirmer que si le Luxembourg perd des parts de marché à l'exportation, c'est aussi parce que les salaires y ont augmenté sans aucun lien avec la productivité, conduisant à l'envolée des coûts salariaux unitaires (+19% en 5 ans).

¹⁰⁸ Voir « Bulletin mensuel de la BCE », (mai 2013).

Les mesures à prendre en vue d'un redressement des parts du marché du Luxembourg et afin de tirer le meilleur parti du redressement du commerce mondial concernent :

- La compétitivité-coût

Comme le démontre l'évolution récente de la situation économique en Europe, les pays qui affichent les plus fortes progressions de leurs parts de marché à l'exportation (Irlande, Portugal, Espagne) sont ceux ayant le plus amélioré leur compétitivité-coût. En conséquence, il faut freiner l'augmentation persistante et importante des coûts salariaux unitaires observés au Luxembourg. Puisque entre 2000 et 2012, 80% de la variation des coûts salariaux unitaires proviennent de l'indexation des salaires¹⁰⁹, améliorer la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise semble se confondre avec une révision du mécanisme d'indexation.

- La compétitivité hors coût

La compétitivité hors coût, qui concerne notamment la qualité et le degré d'innovation des produits, est un élément déterminant des performances d'exportation. C'est donc un champ sur lequel il faut miser dans la politique de reconquête de parts de marché. Puisque sans base industrielle il n'y a pas de R&D possible, il est vital d'enrayer la désindustrialisation en cours depuis les années 1980, afin de préserver un environnement propice aux activités collaboratives de R&D. Mettre en place des incitations (fiscales et réglementaires) permettant de faire émerger de nouvelles industries de haute technologie, améliorer la conception des politiques d'innovation, renfoncer les liens entre l'Université, les CRP¹¹⁰, et les entreprises, poursuivre la politique visant à attirer des chercheurs étrangers, renforceraient la compétitivité hors coût de l'économie.

- La pénétration de marchés porteurs.

La globalisation offrant la possibilité de commercer au-delà de ses frontières les plus proches, il convient, sans négliger les relations commerciales avec ses partenaires naturels que sont les européens, de profiter pleinement de la demande émanant des pays (émergents et moyen orientaux) en forte croissance¹¹¹. Pour toucher ces nouveaux marchés, il faudra s'appuyer sur un « *nation branding* » volontariste, bâti en étroite collaboration entre les ministères des affaires étrangères, de l'économie et des finances, et les associations et fédérations professionnelles. Il est également nécessaire de permettre aux PME de grandir¹¹², la taille étant un facteur déterminant pour l'exportation vers des marchés lointains.

¹⁰⁹ Source: BCL.

¹¹⁰ Centre de recherche public.

¹¹¹ Une stratégie de long terme en vue de pénétrer le marché brésilien (plus de 200 millions d'habitants) via la forte présence de lusophones au Luxembourg est une démarche à envisager.

¹¹² Par croissance organique ou par croissance externe.

5.2. Promouvoir un marché du travail efficace

Comme précédemment évoqué, le marché du travail luxembourgeois a un comportement atypique où coexistent hausse du chômage et hausse de l'emploi. A cela s'ajoutent un haut niveau de protection des salariés¹¹³, et une participation au marché de certaines catégories de la population actives (jeunes¹¹⁴, femmes¹¹⁵, seniors¹¹⁶) qui offre des marges de progression.

Pour remédier au problème de l'inadéquation des compétences, un impératif en vue de faire reculer le chômage sur le territoire national, alors que la Grande Région regorge de 500.000 chômeurs qui sont autant de concurrents aux chômeurs du Luxembourg, il faut « penser global » et mener des actions ciblées en direction des principaux groupes à risque (personnes peu qualifiées, chômeurs de longue durée, jeunes, salariés du secteur bancaire qui risquent de perdre leur emploi si le secteur de la « banque privée » connaît de grandes difficultés à partir du 1^{er} janvier 2015).

Il convient dès lors d'améliorer le suivi des chômeurs, de renforcer le niveau d'employabilité de ces derniers, et de lutter contre le chômage volontaire. Il serait en conséquence bienvenu de revoir à la hausse le nombre d'agents des services de l'ADEM (sans coût budgétaire supplémentaire)¹¹⁷ et de baser une partie de leur rémunération à la performance (retour dans l'emploi des chômeurs qu'ils suivent) ; d'élargir les possibilités de formations offertes aux demandeurs d'emploi, et de les inciter au retour dans l'emploi (responsabilité des demandeurs d'emploi) par la fiscalité, une moindre générosité des prestations sociales et des obligations en termes de formation et d'acceptation « d'offres raisonnables d'emploi ».

S'agissant de la manière efficace de lutter contre le chômage des jeunes, une plus grande interaction entre le monde académique et le marché du travail (formation en alternance, intervention de professionnels, etc.) semble indiquée. Introduire des mesures concernant la création d'entreprises dans la disposition « garantie pour la jeunesse » qui rentrera en vigueur en juin 2014 est également à considérer. Par ailleurs, le vieillissement de la population, offrira un vivier d'emplois en lien avec la « *silver economy*¹¹⁸ ». Afin d'exploiter au mieux, et au bénéfice des jeunes, cette nouvelle donne, l'ouverture d'une division « faculté de médecine et de soins infirmiers » à l'Université du Luxembourg est à évaluer.

Afin d'augmenter la participation des femmes et des seniors au marché du travail, il faudra moduler certaines dispositions qui, *in fine*, les conduisent dans une trappe à inactivité. Il s'agit des possibilités de préretraite très avantageuses pour les personnes âgées¹¹⁹, du système d'imposition des conjoints

¹¹³ Visible dans la fréquence élevée des contrats en CDI (plus de 90% du total des emplois), les possibilités limitées et très encadrées d'embaucher en CDD, tout comme le strict encadrement des procédures de licenciement (individuel ou collectif).

¹¹⁴ Le taux de chômage des jeunes est de 19%.

¹¹⁵ Le taux d'emploi des femmes est de 64%, soit 15% inférieur à celui des hommes.

¹¹⁶ Le taux d'emploi des travailleurs âgés est de 41%, l'un des plus faibles dans la zone euro.

¹¹⁷ Ce peut être possible par des transferts de personnel en interne.

¹¹⁸ Il s'agit d'offres de services (soin, traitement, prise en charge, etc.) destinés aux personnes âgées.

¹¹⁹ Au Luxembourg l'âge légal de départ à la retraite est de 65 ans, alors que l'âge effectif moyen de départ est de 59 ans. Il s'agit du plus grand écart parmi les pays de l'OCDE.

et du système très généreux de prestations familiales. Au-delà du taux d'emploi, l'activité à temps partiel des femmes, très développée au Luxembourg¹²⁰, mérite également d'être examinée.

Un autre point d'importance au Luxembourg, et qui n'est jamais mentionné, est celui du « niveau de rémunération ». Si le législateur peut difficilement revenir sur le salaire social minimum¹²¹, qui est avec l'indexation l'un des principaux déterminants de la fixation des salaires, dans le cadre des prochaines rencontres de la « Tripartie », la mise en place d'un « pacte de modération salariale » est à envisager.

¹²⁰ 36% des femmes qui travaillent au Luxembourg sont à temps partiel, contre 4,3% des hommes.

¹²¹ Même si l'exemple irlandais tend à prouver le contraire.

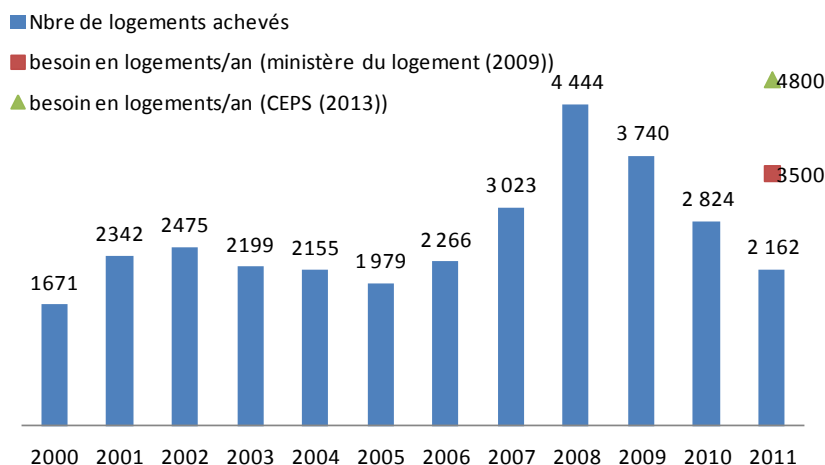
5.3. Améliorer le fonctionnement du marché immobilier

L'immobilier est l'un des principaux sujets de préoccupation des ménages au Luxembourg, dont 38% perçoivent la charge financière de leur logement comme étant importante¹²². L'augmentation du prix des logements y est si contraignante que le nombre de frontaliers travaillant au Luxembourg, et de nationalité luxembourgeoise, est en hausse continue (+1.000 personnes entre 2008 et 2012, soit une augmentation de 32%)¹²³.

Conscients des difficultés liées au logement, les pouvoirs publics s'évertuent depuis des années à mettre en place des mesures visant à augmenter l'offre de logements¹²⁴, facteur déterminant de l'inflation des prix immobiliers¹²⁵. Cette démarche, certes coûteuse pour les finances publiques¹²⁶, fait sens car augmenter l'offre immobilière permet d'accroître la compétitivité des entreprises¹²⁷ et la productivité des travailleurs, de distribuer indirectement du pouvoir d'achat, et de lutter contre les inégalités.

Pourtant, en dépit de la bonne volonté affichée et des différents projets de loi visant à fluidifier l'offre, le marché immobilier luxembourgeois reste sous tension, le nombre de logements nouvellement construits demeure inférieur au niveau qui permettrait de satisfaire la demande, et la part des dépenses de logement dans le total des dépenses des ménages est en constante augmentation (27% en 1998, 33% en 2011).

Graphique 23 : Evolution du nombre de logements et besoin en logements



Sources : STATEC/CEPS

Afin de réellement stimuler l'offre et de contenir les prix, il faudrait élargir le parc de logements sociaux (actuellement 2% du total) ; afficher un objectif volontariste (par exemple : « doubler la part

¹²² Source: « Regards sur le coût du logement pour les ménages », STATEC (novembre 2013).

¹²³ Source: « Regards sur la création nette d'emploi depuis la crise », STATEC (juin 2013).

¹²⁴ Pacte logement, plan sectoriel logement, paquet logement; autant d'initiatives visant à favoriser une augmentation de l'offre en logements et une réduction du coût du foncier et de l'habitat.

¹²⁵ Ils soutiennent par ailleurs la demande avec les aides au logement.

¹²⁶ Le pacte logement a coûté plus de 200 millions d'euros.

¹²⁷ Car le coût du logement se répercute sur les salaires.

du logement social en 10 ans ») est un moyen d'y parvenir. Il serait également efficace de revoir la politique d'aides au logement afin de corriger les effets d'aubaine ; cela suppose de lier plus strictement certaines aides (bonification d'intérêt, etc.) aux revenus. Enfin, prendre des mesures afin de lutter efficacement contre la rétention des terrains (taxation, obligation de construire, incitations financières aux communes vertueuses, etc.) permettrait d'augmenter l'offre et de modérer les prix.

Encadré 4 : comment expliquer la hausse continue et importante des prix immobiliers

Alors que le PIB a stagné entre 2008 et 2012, les prix immobiliers ont fortement progressé au Luxembourg ; entre 2008 et 2012, le prix moyen à la vente du mètre carré a augmenté de 22%. Il semble y avoir 6 déterminants à cette hausse :

- l'évolution démographique
- la progression des salaires
- la hausse limitée de l'offre
- les aides au logement (qui favorisent la demande alors que l'offre fait défaut)
- les conditions de prêts non restrictives
- la hausse du prix de la construction

5.4. Favoriser la création et la transmission d'entreprises

Le Luxembourg est certes reconnu, et à juste titre, comme un pays « *business friendly* », il n'en demeure pas moins vrai que des progrès doivent être faits afin de supprimer certains obstacles (administratifs et culturels) qui pénalisent la création d'entreprises d'une part, et d'œuvrer par ailleurs afin de faire émerger une « culture » de cession/reprise d'entreprises dans le pays.

Selon les baromètres internationaux¹²⁸ qui comparent les performances des différents pays sous l'angle de la création d'entreprises, le Luxembourg est plutôt mal classé du fait de l'existence de procédures rigides (qui constituent des barrières à l'entrée) et de délais importants pour constituer une société. Le taux de création d'entreprises¹²⁹ y est de 9%, largement inférieur au taux français (15%)¹³⁰, qui a connu un bond spectaculaire à partir de 2009, sous l'impulsion du nouveau régime de l'auto-entrepreneur. Il faut également noter que la faiblesse du taux de création d'entreprises s'explique par des aspects culturels¹³¹.

De même, avec l'arrivée progressive à la retraite des *baby-boomers*, la transmission d'entreprises est un enjeu majeur pour l'économie luxembourgeoise puisque le vieillissement de la population concerne également les dirigeants d'entreprises, dont 50% ont plus de 45 ans. Dans les 10 prochaines années, de nombreux chefs d'entreprises devront céder leurs activités, ou voir leurs entreprises disparaître, et avec elles des centaines d'emploi, faute d'avoir trouvé un repreneur¹³². C'est là un élément de politique publique capital, dans un pays où la majorité des entreprises sont des PME, et où 70% des entreprises sont « familiales ». Si pour certaines entreprises, la question de la succession est pensée en amont, et le repreneur se trouve déjà au sein de la famille, pour d'autres, faute de repreneur issu de l'environnement familial, l'entreprise devra être vendue ou cesser ses activités. Une réflexion sur la manière d'empêcher la disparition de ces entreprises s'impose.

Puisque les entreprises nouvellement créées et les entreprises transmises à un nouveau dirigeant sont deux vecteurs de productivité et d'accélération de croissance, les pouvoirs publics devraient favoriser la prise de risque (création) et aider les entreprises dans la gestion de la relève intergénérationnelle (transmission). Il faut en conséquence poursuivre et approfondir la simplification administrative, revoir les conditions requises¹³³ pour lancer une nouvelle entreprise, réformer le droit des sociétés et introduire des statuts moins contraignants¹³⁴ et favoriser « fiscalement » les investisseurs en capitaux (*business angel, venture capital*). S'agissant de la reprise d'entreprises, une plus grande sensibilisation *via* l'Université¹³⁵, un système fiscal favorable à la transmission, un fonds de garantie pour la transmission d'entreprises, l'attribution d'un chèque conseil en reprise d'entreprises aux chômeurs qui le désirent, sont autant de pistes à explorer.

¹²⁸ « Doing Business Project » (Banque mondiale), « World Economic Forum ».

¹²⁹ Le taux de création d'entreprises exprime le nombre de créations d'entreprises en pourcentage du nombre d'entreprises actives de la même période de référence.

¹³⁰ Chiffres de 2011.

¹³¹ Faible attrait des Luxembourgeois pour la création d'entreprises et préférence marquée pour la fonction publique.

¹³² Selon la Commission européenne, 1/3 des entreprises artisanales du Grand-Duché devront trouver un repreneur.

¹³³ Qualification professionnelle requise, honorabilité du dirigeant.

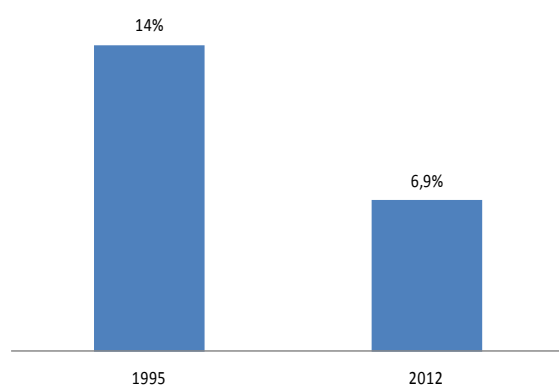
¹³⁴ Société à responsabilité limitée « simplifiée », entreprise individuelle à responsabilité limitée.

¹³⁵ En suivant le modèle de l'Université Bocconi de Milan et son programme « Di Padre in Figlio ».

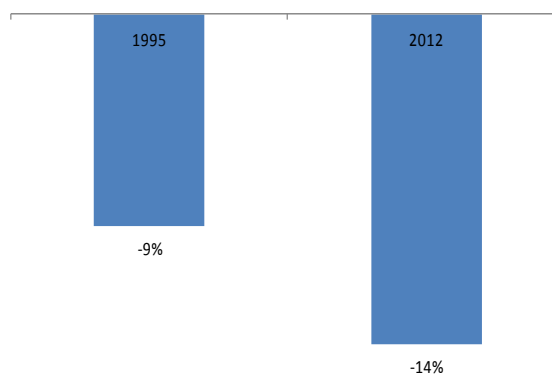
5.5. Oser imaginer un renouveau industriel

Si la désindustrialisation touche la majorité des pays développés, elle est particulièrement prononcée au Luxembourg où la part de l'industrie dans la valeur ajoutée totale est passée de 14% en 1995 à moins de 7% aujourd'hui. Si l'essor des services, notamment financiers, est un atout qu'il convient de sanctuariser, l'économie luxembourgeoise ne peut toutefois miser sur le « tout services (financiers) » ; un renouveau industriel, condition nécessaire au développement d'activités innovantes dans le pays et à l'arrêt de la dégradation de la balance commerciale, doit être envisagé.

Graphique 24 : Part de l'industrie dans la VAB



Graphique 25 : Balance commerciale (% du PIB)



Source : STATEC

Vu le niveau de rémunération au Luxembourg, la réindustrialisation ne peut guère reposer sur les activités industrielles à bas coûts; les écarts salariaux avec les pays de l'Europe centrale ou l'Espagne sont tels, que le site luxembourgeois n'est pas compétitif pour les activités intensives en main d'œuvre faiblement qualifiée et à faible valeur ajoutée.

Il faut par conséquent investir dans les segments industriels à haute valeur ajoutée (biens de haute technologie) et mettre en œuvre un programme cohérent et ambitieux de reconquête industrielle alliant volonté politique (incitations fiscales, investissements publics, commande publique, formation universitaire) et vision stratégique¹³⁶ des partenaires pertinents (FEDIL, Haut Comité pour l'Industrie, chercheurs, Université, Chambres patronales, etc.).

Le programme « la nouvelle France industrielle »¹³⁷ articulé autour de 34 plans industriels est un exemple intéressant pouvant servir de bonne pratique. Il s'agira de définir les « quelques » secteurs prioritaires, de cibler les aides en direction de ces secteurs, et ainsi faire émerger un écosystème industriel.

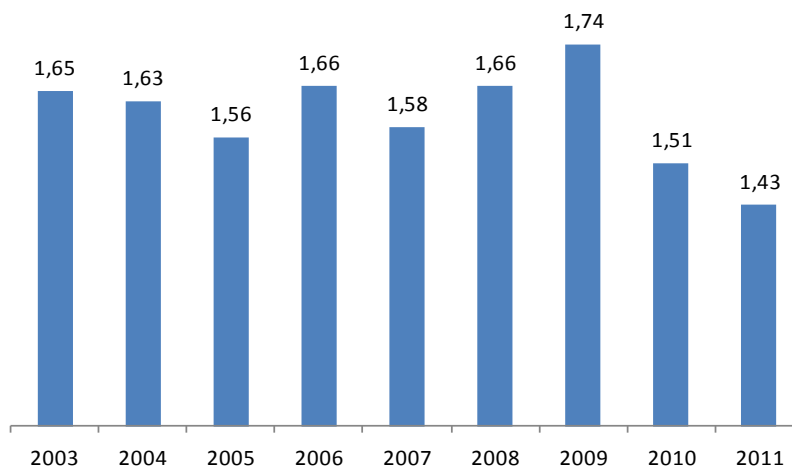
¹³⁶ À savoir une feuille de route dont la finalité serait de renseigner les secteurs industriels d'avenir, dans lesquels le Luxembourg peut être compétitif et dans lequel il faudrait investir en priorité.

¹³⁷ Voir <http://www.redressement-productif.gouv.fr/files/la-nouvelle-france-industrielle.pdf>

5.6. Stimuler l'innovation dans les entreprises

Alors que le Luxembourg s'est fixé comme objectif, dans le cadre d'Europe 2020, d'atteindre un niveau d'investissement en Recherche-Développement (R&D) compris entre 2,3% et 2,6% du PIB, cet objectif ne sera probablement pas atteint. L'effort actuel en R&D (1,5% du PIB) est moindre que la moyenne européenne (2% du PIB), et 1% inférieur à la cible de 2020. Ce retard s'explique notamment par la baisse de l'intensité de l'investissement en R&D des entreprises qui est passé 1,5% du PIB en 2000 à 0,9% en 2012, une tendance qui trouve son origine dans la désindustrialisation en cours dans le pays.

Graphique 26 : Dépenses intérieures de recherche et développement (% du PIB)



Source : OCDE

Puisque la recherche et l'innovation demeurent des facteurs déterminants de productivité et de compétitivité, la tendance au recul de l'investissement en R&D doit être enrayerée, afin de permettre à l'économie luxembourgeoise de rejoindre le groupe des pays européens considérés comme les « champions de l'innovation », à savoir L'Allemagne, la Finlande, la Suède et le Danemark.

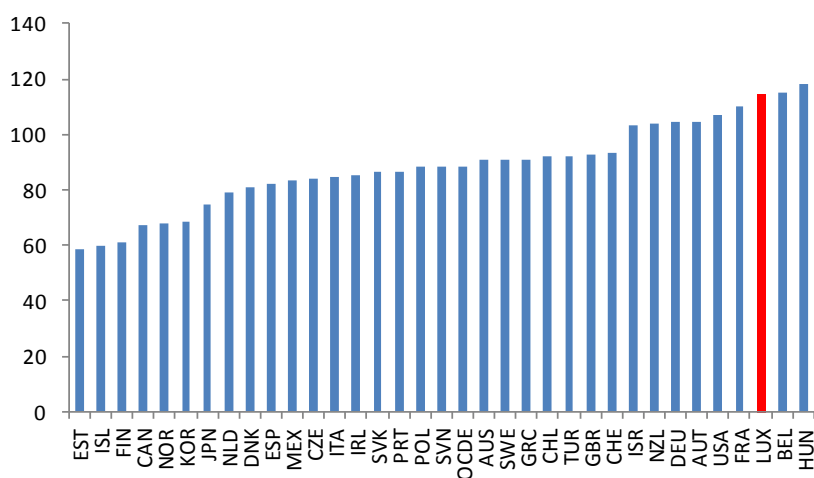
Pour ce faire, il faut créer les conditions d'un système ouvert d'innovation, afin de dépasser le modèle actuel, où les investissements en R&D concernent principalement les multinationales, qui concentrent près de 90% des dépenses.

Il faut donc miser sur l'émergence d'un tissu de PME innovantes dans le cadre de la stratégie de renouveau industriel, accroître la propension des PME à innover en simplifiant les accès aux aides à l'innovation, positionner le Luxembourg comme lieu idéal d'essaimage (*spin-off*) de la recherche dans la Grande Région, inciter à la coopération en matière de recherche entre entreprises (PME et multinationales) et le monde académique (Université, Centres de recherche publics) dans le cadre des clusters.

5.7. Assurer les conditions de l'ascension sociale

En dépit d'importants transferts sociaux et de dépenses d'éducation élevées, les performances luxembourgeoises en matière d'ascension sociale sont relativement mitigées. Certes le niveau de pauvreté relative est faible en comparaison européenne, et les inégalités de revenus sont moindres comparées à d'autres centres financiers, mais les inégalités (en termes de réussite scolaire) entre élèves de condition sociale différente sont parmi les plus élevées des pays de l'OCDE (voir graphique 27). Par conséquent, seulement 11% des individus dont les parents avaient un niveau d'instruction faible atteignent le niveau universitaire au Luxembourg, contre 30% au Royaume-Uni et en Finlande, 27% en Espagne, 25% en Belgique, 22% en France¹³⁸.

Graphique 27 : Ecarts de performance à l'enquête PISA¹³⁹ entre catégories socioéconomiques¹⁴⁰



Source : OCDE

Afin d'éviter que le Luxembourg ne devienne un pays à deux vitesses où les inégalités se transmettent de génération en génération, ce qui mettrait à mal la cohésion sociale et pénaliserait grandement le potentiel de croissance futur¹⁴¹, il convient de « combattre le mal » à la racine, à savoir au travers du système scolaire.

Le Luxembourg étant un pays trilingue, avec une part significative de la population de nationalité étrangère, il convient d'adapter le système scolaire à la réalité linguistique des élèves, de développer l'apprentissage des langues (française et/ou allemande) pour les enfants dont les parents ne maîtrisent aucune de ces deux langues, afin d'assurer à tous les mêmes « possibilités » de réussite scolaire. Cette démarche visant à permettre l'ascension sociale, pourrait être complétée par un meilleur ciblage des transferts sociaux et par un meilleur fléchage des ressources destinées à l'enseignement, au bénéfice des établissements accueillant des enfants défavorisés, ou ayant des besoins importants en matière de soutien en langue.

¹³⁸ Voir « Regards sur la transmission intergénérationnelle des avantages et des désavantages sociaux », STATEC (avril 2013).

¹³⁹ « Programme for International Student Assessment, (OCDE) ».

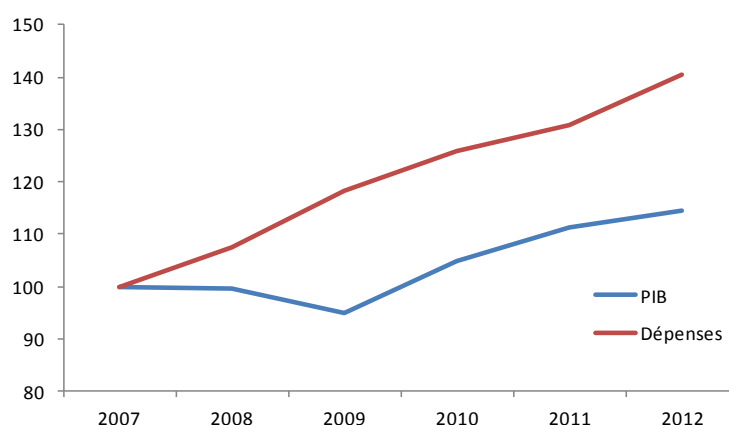
¹⁴⁰ Il s'agit de l'écart de résultats entre les quartiles supérieurs et inférieurs.

¹⁴¹ Voir « Redistribution, Inequality, and Growth », FMI (février 2014).

5.8. Accroître l'efficacité de la dépense publique

Dans le contexte actuel de « contrainte budgétaire » et devant la nécessité impérieuse d'assainir les finances publiques, la question de l'efficacité de la dépense publique est très importante. Puisqu'il faut maîtriser la croissance de la dépense, à moins de perpétuer l' « âge d'or des déficits »¹⁴² ou de devoir augmenter la pression fiscale (ce qui risque de dégrader l'activité, l'emploi, et de nuire à l'attractivité du pays), il y a lieu de s'assurer de la pertinence et des retombées positives de chaque euro public dépensé. Entre 2007 et 2012, le rythme de progression des dépenses publiques a été près de 3 fois plus important que celui du PIB nominal, une tendance qu'il convient d'inverser.

Graphique 28 : Evolution du PIB et des dépenses publiques (2007=100)



Source : STATEC

Il ne faut toutefois pas opérer des coupes budgétaires aveugles, mais penser la réduction des dépenses publiques en agissant sur celles ayant les effets sur l'activité les moins significatifs (voir *supra*). Il convient également de faire rentrer dans le giron des administrations publiques les notions de « performance » et de « gains de productivité ». Alors que la majorité des pays de l'OCDE mesure la performance de l'action publique depuis une vingtaine d'année, ce moyen d'action est encore largement étranger au Luxembourg.

Il faut adapter en conséquence le cadre des politiques publiques et introduire (notamment dans les documents budgétaires) des objectifs (réduire la pauvreté, augmenter le taux de réussite scolaire, favoriser la création d'entreprises, doubler le nombre de doctorants, baisser le taux de chômage, etc.) et des indicateurs, afin de pouvoir évaluer les actions financées par les dépenses publiques.

Suivant le principe du « tout ce qui se mesure s'améliore », le nouveau cadre de l'action publique, devra également s'attacher à étendre la démarche de performance aux dépenses fiscales, et s'assurer qu'elles ne sont pas source d'effets d'aubaines, qu'elles sont efficacement ciblées, et que leurs coûts réels ne se démarquent pas sensiblement de leurs coûts supposés lors de leur instauration¹⁴³.

¹⁴² Ce qui a un coût (budgétaire et en termes d'image).

¹⁴³ Les réflexions actuellement en cours et visant la refonte de l'architecture budgétaire sont à saluer, et doivent être l'occasion de réorganiser et de rationaliser les dépenses publiques.

5.9. Assumer et tirer profit du statut de Capitale européenne

Pour parler des autorités européennes, on cite souvent « Bruxelles » ; cela est loin d'être anecdotique puisque ce rapprochement participe de fait à la renommée et à l'attractivité de la capitale belge, même s'il est vrai que les autorités européennes n'ont pas toujours bonne presse.

Le Luxembourg, qui est pourtant un lieu important de la vie européenne, une des 3 capitales de l'Union européenne avec Strasbourg et Bruxelles, et qui abrite notamment les pouvoirs judiciaire (cour de justice) et de contrôle (Cour des comptes) de l'Europe, ne bénéficie pas d'une telle reconnaissance ; pire, le pays perd peu à peu de sa substance européenne, avec la délocalisation de plusieurs directions générales stratégiques¹⁴⁴ de la Commission européenne qui se trouvaient au Luxembourg vers Bruxelles¹⁴⁵.

La visibilité du Luxembourg comme « haut lieu » de l'Union européenne devrait être l'un des objectifs des autorités dans leur volonté de repositionner l'image de marque du Grand-Duché, au-delà de l'image injustement « sulfureux » de la place financière. Articuler l'image du Luxembourg, qui a une grande histoire en matière de vie européenne, autour de l'idée de laboratoire d'idées européennes peut être une alternative.

Sans rentrer dans une confrontation stérile et malvenue contre Bruxelles et Strasbourg, il s'agirait de mieux « valoriser » l'apport du pays à la construction européenne et d'être une force de proposition constante pour l'approfondissement de la construction européenne. La présidence luxembourgeoise de l'UE entre juillet et décembre 2015, est à ce titre une formidable opportunité afin d'augmenter la visibilité du pays sur la scène européenne.

Cette démarche de « Luxembourg - laboratoire européen » peut s'avérer payante à plusieurs titres ; elle peut contribuer à évacuer l'image de paradis fiscal encore accolée au Luxembourg, augmenter son attractivité pour y installer des services de la Commission (avec des effets positifs sur la demande intérieure), etc.

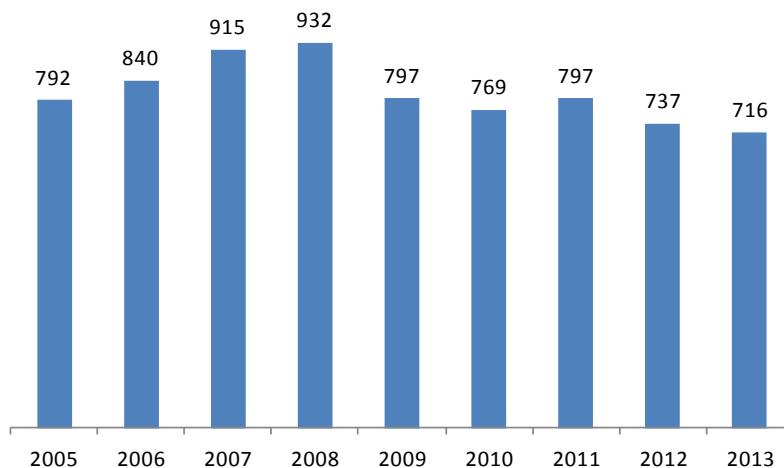
¹⁴⁴ Direction générale des réseaux de communication, du contenu et des technologies, Direction générale de la santé et des consommateurs.

¹⁴⁵ Source: wort.lu

5.10. Insuffler une nouvelle dynamique à la place financière

Généralant 30% des recettes publiques et employant plus de 60.000 salariés¹⁴⁶, le secteur financier, exportateur et non polluant, est l'un des piliers de l'économie luxembourgeoise. Le secteur est toutefois en souffrance, comme en témoignent la contraction des bilans bancaires (-23% depuis 2008) et la baisse des parts de marché du Luxembourg dans les activités bancaires internationales (3% en 2008, 2,4% en 2011). Il risque par ailleurs d'être négativement impacté par les modifications réglementaires en cours et à venir au niveau européen¹⁴⁷ et international¹⁴⁸.

Graphique 29 : Evolution de la somme des bilans bancaires au Luxembourg (Mia Eur)



Source : BCL

Afin de préserver l'attractivité du secteur financier, la coopération entre les pouvoirs publics et les acteurs de la place doit demeurer, voire être institutionnalisée au travers de rencontres formelles et régulières concernant les grands sujets réglementaires risquant d'impacter la compétitivité de secteur.

En outre, l'effort de diversification de la Place doit être poursuivi. La banque privée, dont 75% des clients sont européens et qui va perdre l'avantage compétitif que lui assurait le « secret bancaire », devra s'atteler à trouver des clients au-delà des frontières européennes. Au-delà de la géographie, la diversification en termes de produits est essentielle. A cet égard, les initiatives afin de renforcer l'attractivité de la Place pour le « *private equity* », le « *Renminbi Business* », la finance islamique, les fonds de pension, les fonds alternatifs, les *family office* et la domiciliation de sièges sociaux répondent à un réel besoin.

Il est crucial d'accompagner l'essor de ces secteurs ; les pouvoirs publics disposent de plusieurs leviers d'action pour y contribuer (promotion du Luxembourg afin de développer la notoriété de ses compétences financières, réglementation adaptée, fiscalité incitative, actions contre la concurrence déloyale d'autres pays (Suisse, Liechtenstein, Monaco, Andorre)), et tous devront être activés afin d'assurer un nouvel élan à la place financière.

¹⁴⁶ Emplois directs et indirects.

¹⁴⁷ Directive Epargne, Taxe sur les transactions financières.

¹⁴⁸ FACTA (Fair and Accurate Credit Transactions Act), BEPS (base erosion and profit shifting).

6. Perspectives : Garantir la viabilité budgétaire et réformer

L'économie luxembourgeoise traverse des moments difficiles. Après avoir connu les 30 glorieuses, puis les 20 splendides, elle a connu 5 années piteuses¹⁴⁹ en termes de croissance. Si en 2014 la croissance sera vigoureuse (entre 2,5% et 3%), elle devrait de nouveau ralentir en 2015, sous l'effet d'un triple choc : hausse de la TVA, échange automatique d'informations bancaires, perte de recettes en provenance du commerce électronique. Par ailleurs, les finances publiques du pays risquent de rapidement se dégrader, la perte de recettes en provenance du commerce électronique représentant un manque à gagner compris entre 700 millions et 1 milliard d'euros. Les pouvoirs publics sont ainsi confrontés à un double défi : amplifier la croissance et assainir les finances publiques.

Le Gouvernement semble décidé à mettre en œuvre les mesures nécessaires pour conserver la signature « triple A » du Grand-Duché et se conformer aux obligations européennes en matière de déficits publics. Si les mesures concrètes pour y parvenir ne sont pas encore toutes explicitées, il semble toutefois acquis que les efforts de consolidation, nécessaires pour que la dette publique reste en dessous de 30% du PIB et pour que le pays respecte son objectif budgétaire à moyen terme, porteront principalement sur la dépense publique, où existent d'importantes marges de manœuvre.

Le budget 2014, qui comprend des économies de 230 millions d'euros, est un (petit) pas dans la bonne direction pouvant être interprété comme un signal de la volonté gouvernementale de concentrer les efforts de réduction du déficit sur la dépense publique. Il faut maintenant aller au-delà de ce simple signal et mettre en œuvre une stratégie de consolidation budgétaire qui vise un excédent structurel de +0,5% en 2017, ce qui suppose un effort d'assainissement de l'ordre de 1,5 milliard d'euros. Compte tenu de l'importance des dépenses sociales au Luxembourg et de l'évolution de la masse salariale de la fonction publique, il faudra agir prioritairement du côté de ces deux postes, qui représentent 70% des dépenses publiques. L'objectif stratégique de long terme d'une telle action devrait être de réformer les transferts sociaux¹⁵⁰, de corriger l'écart de rémunération observé entre salariés de la fonction publique et du secteur privé¹⁵¹, et d'augmenter la productivité du secteur public (moindres embauches). Si l'effort de consolidation budgétaire devra reposer principalement sur des réductions de dépenses, une hausse de l'impôt foncier et un rabotage de certaines dépenses fiscales sont des pistes à explorer en plus de la hausse de la TVA déjà convenue.

S'agissant de la stratégie pour « réinventer la croissance », les mesures gouvernementales se font attendre, et pourtant les chantiers sont nombreux : compétitivité, logement, diversification de l'économie, marché du travail, rationalisation des services publics, environnement des affaires, politique d'innovation, renouveau de la place financière, etc.

Puisque la croissance économique, nécessaire pour assurer les équilibres sociaux et sans laquelle il n'y a pas de viabilité budgétaire possible, est affaire de confiance et de visibilité, le Gouvernement

¹⁴⁹ 2008-2012.

¹⁵⁰ En modifiant l'architecture des transferts sociaux et en sortant de la logique de revalorisation continue des prestations.

¹⁵¹ De l'ordre de 20% au bénéfice des employés de la fonction publique.

devrait, afin d'orienter positivement les anticipations des agents, dévoiler sa « stratégie de croissance et de réformes ».

A date, hormis les velléités budgétaires (qui devront être suivies des actes), le « renouveau » promis n'est pas encore visible. La tentation est sans doute grande, puisque l'économie de la zone euro se porte mieux, de différer les réformes et de tomber dans l'euro-phorie ; ce serait pourtant une grave erreur car l'économie luxembourgeoise est confrontée à des défis que seules des réformes structurelles d'envergure peuvent adresser.

En matière de réformes, le « momentum » prime souvent sur le « quantum » ; la conjoncture actuelle (moins de stress financier, retour progressif de la croissance dans la zone euro, hausse de la demande mondiale, etc.) étant idéale pour engager des réformes d'envergure, il faut agir et vite ; c'est la condition nécessaire pour être en position de tirer parti de la reprise, certes fragile, qui se profile.

Liste des abréviations

- BEPS** : Base Erosion and Profit Shifting
- BCE**: Banque centrale européenne
- BCL** : Banque centrale du Luxembourg
- BCL** : Banque centrale du Luxembourg
- BRIC** : Brésil, Russie, Inde, Chine
- BRICS**: Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud
- CDD** : Contrat à durée déterminée
- CDI** : Contrat à durée indéterminée
- CE** : Commission européenne
- CRP** : Centre de recherche public
- Facta** : Fair and Accurate Credit Transactions Act
- Fed** : Federal Reserve
- FESF** : Fonds européen de stabilité financière
- FMI** : Fonds monétaire international
- GIPSI** : Grèce, Italie, Portugal, Espagne, Irlande
- GIPSI** : Grèce, Italie, Portugal, Espagne, Irlande
- MES** : Mécanisme européen de stabilité
- MRU** : Mécanisme unique de résolution
- MSU** : Mécanisme de surveillance unique
- OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques
- OMB** : Office of Management and Budget
- OMT** : Outright Monetary Transactions
- PISA** : Programme for International Student Assessment
- PSC** : Programme de stabilité et de croissance
- RNB** : Revenu national brut
- SMP** : Securities market program
- TSCG**: Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance
- UE** : Union européenne

Bibliographie

Barry Eichengreen (2011), Un privilège exorbitant Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international.

BCE (2013), Bulletin mensuel de la BCE, mai 2013.

BCL (2013), Bulletin BCL 2013/4, décembre 2013.

Chambre de Commerce du Luxembourg (2013), « Réformer les transferts sociaux pour plus d'équité et d'efficacité », octobre 2013.

Comité de prévision du Luxembourg (2013), « Projections macroéconomiques et prévision des finances publiques à politique inchangée pour la période 2013-2016 », novembre 2013.

FMI (2013), Greece: Fourth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, juillet 2013.

FMI (2014), « Redistribution, Inequality, and Growth ».

FMI (2012), « Successful Austerity in USA, Europe, and Japan », juillet 2012.

Ghilardi R. et Verlet J. (2013), « Réduire le déficit public en France, une quadrature du cercle », novembre 2013.

Natixis (2013), « L'Espagne va-t-elle devenir la « Chine » de l'Europe ? », octobre 2013.

OCDE (2012), « Quels sont les meilleurs instruments de la consolidation budgétaire ? », avril 2012.

OCDE (2013), Perspectives économiques de l'OCDE, novembre 2013.

OCDE (2013), « The 2012 Labour market reform in Spain: A preliminary assessment », décembre 2013.

Salto M. et *alii* (2013), « The gap between public and private wages: new evidence for the EU », octobre 2013.

STATEC (2012), « Regards sur l'impact des mesures budgétaires », décembre 2012.

STATEC (2013), « Regards sur la transmission intergénérationnelle des avantages et des désavantages sociaux », avril 2013.

STATEC (2013), « Regards sur la création nette d'emploi depuis la crise », (juin 2013).

STATEC (2013), Note de conjoncture N°2-2013, novembre 2013.

STATEC (2013), « Regards sur le coût du logement pour les ménages », novembre 2013.