



www.fondation-idea.lu

« 2016 : quelques doutes subsistent »

**Avis annuel sur la situation économique, sociale et financière du
Grand-Duché de Luxembourg – 2016**

Luxembourg, le 12 avril 2016

Table des matières

Table des matières	2
Liste des graphiques.....	4
Liste des encadrés.....	5
Avant-propos	6
Introduction	8
1. Perspectives économiques : conjoncture mondiale.....	10
Etats-Unis : « As is always the case, the economic outlook is uncertain ! » yell(en)s Janet.	10
Japon : et si les flèches des <i>Abenomics</i> avaient (définitivement) raté leurs cibles ?	13
Pays émergents : vers un déséquilibrant rééquilibrage	15
Zone euro : est-elle zen la zone ?.....	20
GIPSI: croître sans y croire ?	24
AAAllemagne : excédée sur tous les plans.....	29
Belgique : le virage fiscal, une fois	31
France : l'inversion de la courbe, c'est maintenant ?	33
2. Luxembourg : la tête dans les étoiles (et les pieds sur terre).....	36
« Alles ass gudd, souguer besser »	36
Etat des finances publiques	37
Situation du marché du travail.....	38
3. Tout va très bien, c'est (donc) le moment de parler de risques »!.....	41
Le « Club des 5 » – risques que le Luxembourg devra (peut-être) affronter!	42
Les risques géopolitiques.....	42
Les risques technologiques	43
Les risques réglementaires	44
Les risques sociaux et sociétaux	46
Les risques économiques	48
4. Réforme fiscale : un concept « à la com' » ?	50
Qu'entend-on au juste par réforme fiscale ?.....	50
Pourquoi l'idée d'une grande réforme fiscale au Luxembourg est-elle un vœu pieux ?.....	50
5. Quelques commentaires sur le projet de réforme fiscale présenté le 29 février 2016.....	52
De l'équité.....	52
De la durabilité.....	56
De la compétitivité.....	58

6. Le plan fiscal IDEA(L)	62
Impôt sur les sociétés : un impôt dépassé ?	63
Notre proposition concernant l'IS : l'exonération pour certaines entreprises d'IRC	64
Impôt foncier : l'immobilier cette base qui ne peut pas bouger	67
Augmenter les recettes tirées de l'impôt foncier +150 millions d'euros.	67
Impôt sur les personnes physiques : laisser boire la taxe !	67
A la chasse des niches	68
Réformer l'abattement sur les droits d'enregistrement lié à l'acquisition d'un logement (Bëllegen Akt) + 80 millions d'euros.	68
Renoncer à augmenter le plafond des intérêts débiteurs du prêt hypothécaire +15 millions d'euros	68
Supprimer la déductibilité des cotisations d'épargne-logement +35 millions d'euros	69
Conditionner l'abattement extra-professionnel au niveau de revenus + 30 millions d'euros	69
Le Capital.....	70
Mieux taxer (+ 50 millions d'euros)...	70
...et davantage inciter (NC)	70
Liste des abréviations.....	72

Liste des graphiques

Graphique 1: Un autre regard sur le marché du travail américain.....	10
Graphique 2: Evolution des prix du baril de pétrole en \$ (WTI)	11
Graphique 3: Indice dépenses de consommation des ménages.....	13
Graphique 4: IPC en variation annuelle.	13
Graphique 5: Taux de croissance des BRIC en 2015 et 2016 (en %).....	15
Graphique 6: TUC et évolution moyenne de la production chinoise entre 2008 et 2014 (en %)	19
Graphique 7: Taux de croissance de la zone euro (en %).....	20
Graphique 8: Bilan de la BCE (×1000, milliards euros).....	20
Graphique 9: Taux de chômage et taux d'emploi global (en %).....	20
Graphique 10: Evolution du cours euro/dollar	20
Graphique 11: Chômage de longue durée en % de la population active.....	21
Graphique 12: Chômage de longue durée en % du chômage	21
Graphique 13: Dette publique de la zone euro (en % du PIB).....	22
Graphique 14: Endettement des SNF en zone euro (en %VA).....	22
Graphique 15: Investissement total zone euro (en % PIB)	22
Graphique 16: Prêts non productifs par rapport au total des prêts (en %).....	24
Graphique 17: Evolution du PIB à prix constants.....	24
Graphique 18: Evolution de l'emploi total.....	24
Graphique 19: La baisse du taux de chômage... et de la force de travail totale au Portugal	26
Graphique 20: La crispation sur le marché du travail allemand.....	29
Graphique 21: Immigration nette en nombre de personnes	29
Graphique 22: Chômage au sens du BIT (en %).....	33
Graphique 23: Halo du chômage (en milliers).....	33
Graphique 24: Evolution du taux de croissance au Luxembourg (en %)	36
Graphique 25 : Evolution du solde des APU et de la dette publique (en % du PIB)	37
Graphique 26: Recours au chômage partiel par mois.....	39
Graphique 27: Taux de chômage et stock d'offres d'emploi	39
Graphique 28: Evolution de l'emploi total et du nombre de chômeurs (en milliers).....	40
Graphique 29: Taux légal d'impôt sur les sociétés (% , 2014)	44
Graphique 30: Taux moyens d'imposition (classe 1), avec contribution dépendance, impôt de solidarité, IEBT (en 2016) et crédits d'impôt (% du revenu brut)	53
Graphique 31: Variations du salaire net attendues pour la classe 1 suite à la réforme.....	54
Graphique 32: Recettes fiscales environnementales par catégories en 2014 (% du PIB)	56
Graphique 33: Evolution des recettes fiscales totales et des recettes de la taxe sur les véhicules	57
Graphique 34: Pression fiscale sur les entreprises (% du PIB, 2012).....	58
Graphique 35: Taux d'IS et recettes fiscales dans l'UE	60
Graphique 36: Pression fiscale dans les pays de l'OCDE (% du PIB, 2014)	62
Graphique 37: Evolution des taux nominaux d'impôt sur les sociétés en Europe	63
Graphique 38: Ventilation sectorielle du total IRC (+ impôt de solidarité) et impôt sur la fortune	64

Liste des encadrés

Encadré 1: L'or noir a le blues et les « <i>fracking cowboys</i> » ont du plomb dans l'aile	11
Encadré 2: Un moral d'acier à retrouver	18
Encadré 3: Zone euro, l'espoir serait-il permis ?	20
Encadré 4: La poursuite de la politique de taux d'intérêt négatifs, un chant du cygne ?	22
Encadré 5: Vers un « droit à la déconnexion » inclus dans le Code du Travail.....	34
Encadré 6: Une réforme sensible (sans cibles ?)	54
Encadré 7: Impôt sur les sociétés, courbe de Laffer et compétitivité : impossible ménage à trois ? .	60
Encadré 8: Est-ce « légal » de supprimer l'IRC, l'impôt de solidarité et l'impôt sur la fortune pour les SNF ?	65
Encadré 9: A quoi pourrait ressembler un dispositif favorable aux Business Angels au Luxembourg ?	71

Avant-propos

Risque je crie ton nom, réforme fiscale je t'attends !

Tout va bien ! En 2015, la croissance grand-ducale a dépassé pour la troisième année consécutive la barre des 4%. Depuis 2013, le Luxembourg a créé plus de 25.000 emplois nouveaux, le taux de chômage est passé de 7% à 6,5% en février 2016, les finances publiques, aidées plus par la conjoncture et la création d'emplois que par un vrai ralentissement des dépenses, atteignent le fatidique « objectif à moyen terme ». La statistique permettant parfois de justifier de tout et de son contraire¹, l'observateur qui souhaite dépeindre une image plus morose trouverait sans doute assez de munitions. Dans notre troisième avis annuel, nous pensons cependant que – objectivement – cela ne va plutôt pas mal.

Parce qu'une croissance de 2,5% de la population et de l'emploi et de 4% du PIB ne saurait de toute évidence être postulée *at aeternam*, le piège à éviter est celui de tomber dans la complaisance. Tout compte fait, tout va bien, pourquoi changer maintenant ? Les risques à long terme et les défis afférents sont connus : le logement, la révolution numérique, les enjeux climatiques et énergétiques, la productivité, l'école, la cohésion sociale, l'intégration. S'y atteler alors que l'économie va bien et que les caisses sont bien remplies ferait sens. Investir dans et pour l'avenir, au lieu de dépenser aujourd'hui, adapter les structures socio-économiques aux défis du vieillissement, parfaire l'écosystème entrepreneurial... tout cela permettrait de préparer l'avenir. Mais la tragédie du long terme est qu'il est souvent peu « rémunérateur » de l'aborder à court terme.

Pourtant, le Luxembourg essaye de parler « long terme ». Troisième révolution industrielle, mobilité durable, nation branding 2.0, volonté de réformer l'école, dépoussiérage de la politique familiale, la promotion de l'emploi au lieu de la gestion du chômage et j'en passe... Je n'ai pas oublié quelque chose ? La révolution copernicienne par exemple, ou bien la réforme fiscale, voire la réforme fiscale copernicienne ? Rassurez-vous, nous en parlerons dans notre avis. Plutôt, nous baserons notre analyse sur les belles diapositives qui ont été publiées car nous ne disposons de rien d'autre, hélas. Nous arrivons à la conclusion que les mesures annoncées le 29 février contribuent certes à faire un pas en direction des trois objectifs affichés – l'équité, la durabilité, la compétitivité – mais... qu'il est assez modeste.

IDEA ayant par ailleurs l'ambition, de par ses analyses économiques, de contribuer à la « destruction créatrice d'idées reçues », nous présentons aussi une série de réflexions regroupées sous le titre « le plan fiscal IDEA(L) » : des mesures qui se veulent être un « complément avec valeur ajoutée » aux mesures annoncées. Nous démarrons avec une mesure « radicale » : l'exonération de certaines entreprises du champ d'application de l'impôt sur le revenu des collectivités. Il s'agit d'une idée provocatrice certes, mais elle souligne notre volonté de sortir des sentiers battus et d'alimenter la discussion. Nous profitons par ailleurs de la fenêtre de tir ouverte par les discussions autour de la réforme fiscale pour avancer d'autres réflexions notamment dans le cadre de l'impôt foncier ou des niches fiscales, largement en continuation avec nos travaux de l'an dernier autour des « distorsions »².

¹ Voir: STATEC, Schuller G., 2013, Paradoxes in Economic Analysis Accuracies and Limits of Statistics.

² Voir: IDEA, Avril 2015, Avis annuel 2015: ô des espoirs!

Si la réforme fiscale constitue cette année l'angle thématique de l'avis annuel d'IDEA, nous proposons par ailleurs un aperçu des grands risques qui... risquent de faire dérailler le Luxembourg (et bien d'autres pays) : menace terroriste en Europe, Grexit, Brexit & Co, sont repris dans la matrice des risques géopolitiques. En outre, nous identifions plusieurs risques sociaux et sociétaux, nous nous attardons sur les risques technologiques et réglementaires puis clôturons par une série de risques économiques.

Il est ainsi important de reconnaître, qu'au-delà des défis traditionnels et la soutenabilité du modèle social, de nombreux risques nous guettent. Et le « Risk management » ne devrait pas se limiter à la gestion en bon père (ou mère ?) de famille d'une entreprise, mais devrait aussi faire partie de la fonction objective de la gestion d'un Etat. Reconnaître les risques, les embrasser, les gérer... c'est sans doute une des meilleures façons de mettre toutes les chances de notre côté pour que, demain aussi, tout aille bien au Luxembourg.

Marc Wagener
Directeur en charge des affaires courantes

Introduction

Selon Terry Eagleton, critique littéraire britannique, condamnant le fétichisme de l'avenir, « savoir exactement où nous allons est la manière la plus sûre de ne pas y parvenir »³. Entre l'automne 2015 et l'hiver 2016, le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ont, comme de coutume depuis la crise, revu leurs prévisions de croissance à la baisse. Le FMI a d'ores et déjà annoncé qu'elles seraient de nouveau abaissées dans l'éminent et imminent rapport de printemps⁴, nourrissant l'idée que le temps de la stagnation séculaire est peut-être venu⁵.

Tableau 1: Révisions des projections de croissance mondiale de deux organisations internationales

	2016	2017
<u>Projections FMI</u>		
Octobre 2015	3,6%	3,8%
Janvier 2016	3,4%	3,6%
<u>Projections OCDE</u>		
Novembre 2015	3,3%	3,6%
Février 2016	3,0%	3,3%

Sources: FMI, OCDE

La multiplication des risques pesant sur l'économie mondiale génère de vives incertitudes et nourrit l'inquiétude. Outre le maintien des cours du pétrole à un niveau bas, le ralentissement plus ou moins piloté de la Chine, pivot des échanges mondiaux, la normalisation graduelle (mais timide) de la politique monétaire américaine, les craintes sont exacerbées par la montée des risques géopolitiques tels que le terrorisme, les rivalités régionales liées au pétrole, la multiplication des conflits aux confins de l'Europe, l'afflux de migrants ou encore les « scandales financiers » à répétition, le changement climatique et les transformations liées à l'avènement d'une nouvelle ère technologique⁶. La juxtaposition de ces facteurs mine la confiance et nourrit le repli sur soi, nuisible aux échanges de tout ordre (flux commerciaux, financiers, touristiques, échanges interculturels...). L'Organisation mondiale du commerce (OMC), qui tablait sur une hausse de 3,9% du commerce mondial en 2016, a, elle aussi, raboté ses perspectives à 2,8%. L'aversion au(x) risque(s) se diffuse au gré de leur matérialisation supposée ou avérée, au bénéfice de valeurs refuges en économie comme en politique (Nation, or, obligations d'Etat...). A ces agents pathogènes s'ajoutent des troubles chroniques, telles que le vieillissement, le surendettement ou les inégalités⁷, affectant particulièrement les économies avancées (mais plus seulement), qui devront être sérieusement

³ Citation de Terry Eagleton, influent critique littéraire britannique
<http://www.theguardian.com/books/2015/oct/16/utopias-past-present-thomas-more-terry-eagleton>

⁴ Christine Lagarde l'a annoncé le 5 avril dans un discours à l'université de Francfort.

⁵ Hypothèse forgée par Alvin Hansen à propos de « l'échec » du New Deal et repopularisée en 2014 par Lawrence Summers pour caractériser un régime de croissance durablement bas.

Summers L., 2014, « Reflections on the new secular stagnation hypothesis » in Teulings C. Et Baldwin R. Secular Stagnation. Facts, Causes and Cures, CEPR Press, Londres.

Aglietta et Brand, 2015, « La stagnation séculaire dans les cycles financiers de longue période » dans L'économie mondiale [2016], CEPII

⁶ Voir: Schwab K., 11/01/2016, The fourth industrial revolution, World Economic Forum

⁷ Presque partout, l'indice de Gini mesurant le degré d'inégalités sur l'ensemble de la distribution des revenus s'est accru depuis les années 1990. Plusieurs études empiriques récentes attestent d'un effet négatif notable du niveau des inégalités et de leur accroissement sur les taux de croissance du PIB : pour l'OCDE le maintien des inégalités au niveau actuel a un coût de l'ordre de 0,2 % à 0,3 % du PIB par an dans les économies avancées.

traitées, au risque de devenir des freins structurels à la croissance. Dans ce contexte, la peur se dissémine plus vite que la confiance sans laquelle, pourtant, pas de demande et pas d'économie performante. Ce portrait de l'économie mondiale ne se veut ni exhaustif ni laudatif.

Aux **Etats-Unis**, malgré des indicateurs plutôt bien orientés (emploi et inflation), le ralentissement anticipé de l'activité et l'attitude attentiste de la Réserve fédérale poussent à la circonspection.

Malgré le volontarisme politique, le **Japon**, toujours miné par une dette publique faramineuse, est rattrapé par des maux chroniques. En dépit de la situation de plein emploi, les salaires peinent à augmenter, la population vieillit, les investissements apathiques et le canonique retour de la déflation plane.

Les **pays « émergents »** avancent toujours en ordre dispersé, selon leur degré de spécialisation et de dépendance aux matières premières, à la Chine ou au dollar. Les **BRIC**⁸ en particulier poursuivent des trajectoires diamétralement opposées, de la profonde récession brésilienne à l'encourageante expansion indienne.

La **zone euro** qui a retrouvé un certain dynamisme en 2015 - largement dû à un alignement des astres très favorable (impulsion monétaire, euro bas et coûts des matières premières faibles, etc.) - devrait poursuivre sur cette lancée en 2016. L'accélération de la consommation privée, favorisée par des gains de pouvoir d'achat, et, dans une moindre mesure, la politique budgétaire légèrement expansionniste alimenteraient ce redressement. Mais les divisions politiques intra-européennes, au-delà du seul espace monétaire commun, l'éloignement de l'objectif d'inflation de la BCE, les menaces extérieures et les divergences chroniques (entre pays et à l'intérieur des pays) interrogent grandement sur la pérennité de ce redressement, faisant peser un risque de retournement desASTREux.

Pour illustration de ces disparités internes, les **GIPSI** n'avancent pas de concert. Si l'Irlande et l'Espagne ont un élan de vitalité, le Portugal et l'Italie manquent encore de dynamisme, tandis que la Grèce attend toujours l'électrochoc qui la ranimera.

Quant aux **pays voisins** et principaux partenaires commerciaux du Luxembourg (Allemagne, Belgique et France), tous n'affichent pas les mêmes maux et n'optent pas pour les mêmes remèdes.

Dans ce contexte, qui demeure maussade, le **Luxembourg** affiche une énergie juvénile autorisant l'optimisme (voire l'euphorie, du moins à court terme). Mais au-delà de la conjoncture favorable, il est primordial de regarder au loin et de considérer l'impact potentiel des risques avérés comme supposés qui pèsent sur son économie.

Après avoir présenté l'année dernière « 7 distorsions à corriger », nous soumettons cette année le « Club des 5 » risques qui pourraient stopper l'allant luxembourgeois et questionnons le bien-fondé du projet de réforme fiscale présenté en février qui, à bien des égards, ressemble à une réforme à la Com'.

⁸ Brésil, Russie, Inde, Chine.

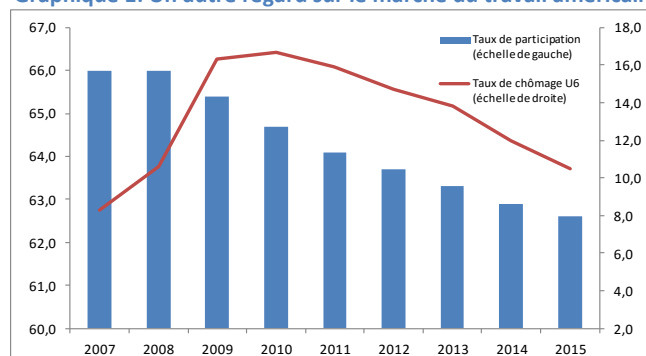
1. Perspectives économiques : conjoncture mondiale

Etats-Unis : « As is always the case, the economic outlook is uncertain ! » yell(en)s Janet.

La bonne dynamique de l'économie américaine ne s'est pas enrayée en 2015 (croissance de 2,4%⁹), et devrait se maintenir durant cette année électorale, tirée par une consommation des ménages dynamique (près de 70% de l'activité économique outre-Atlantique). Ce constat entérine la surperformance macro-économique des Etats-Unis par rapport à la zone euro grâce à des facteurs institutionnels, au volontarisme des politiques budgétaire et monétaire, et aux conditions d'offre¹⁰.

Cette croissance s'accompagne d'une **amélioration manifeste des conditions sur le marché du travail** : 2,7 millions d'emplois créés (13 millions depuis 2010) et 4,9% de taux de chômage en 2015 (contre 5,7% un an auparavant). Pour autant, certains indicateurs offrent un **éclairage moins flatteur** sur l'emploi américain. Le taux de participation¹¹ se redresse, à 63%, mais reste inférieur de 3 points à son niveau de 2008¹². Le taux d'emploi¹³ progresse à 59,9%, soit un niveau comparable à mars 2009, mais reste inférieur à la période pré-crise. De même, si le taux de chômage élargi (U6)¹⁴ est en baisse, il demeure supérieur de près de 2 points à son niveau de 2007 (9,8% contre 8%). Outre des surperformances économiques manifestes, une partie du « *job miracle* » américain proviendrait donc du découragement d'un grand nombre d'anciens demandeurs d'emplois mais aussi d'une substitution de « *middle class jobs* » à durée indéterminée par des emplois à temps partiel/durée déterminée depuis la crise.

Graphique 1: Un autre regard sur le marché du travail américain



Source: FRED

Tutoyant donc son objectif de plein emploi, d'une part, et d'inflation¹⁵ d'autre part, la Fed, à rebours des décisions récentes de la Banque Centrale Européenne (BCE) ou de la Bank of Japan (BoJ), a opéré, en décembre 2015, la première remontée de son taux directeur depuis le début de la crise,

⁹ Malgré une décélération au 4^e trimestre 2015 à +1,4% contre +2% le trimestre précédent.

¹⁰ Voir : Fondation Idea asbl, Mai 2015, Idée du mois n°8 : « Etats-Unis et zone euro : le lièvre et la tortue ? ».

¹¹ Définition: actifs/population de 16 ans et plus. Donnée de mars 2016.

¹² A 66,2% en janvier 2008. Selon le Bureau of Labor Statistics, si les départs en retraite expliquent la moitié de cette baisse, le déficit de *good jobs* en est un autre déterminant, plus inquiétant.

¹³ Définition: actifs employés/population de 16 ans et plus. Donnée de mars 2016.

¹⁴ Il inclut les personnes éloignées du marché du travail et les temps partiels subis. Il s'est contracté de 1,1% sur un an. Donnée de mars 2016.

¹⁵ L'objectif d'inflation de la Fed est de 2%. Malgré la baisse des prix de l'énergie, elle s'est élevée à 1,4 % en janvier, au plus haut depuis quinze mois, tandis que l'indice des prix sous-jacent, sans les tarifs de l'énergie et de l'alimentaire, s'est élevé à 1,7 %.

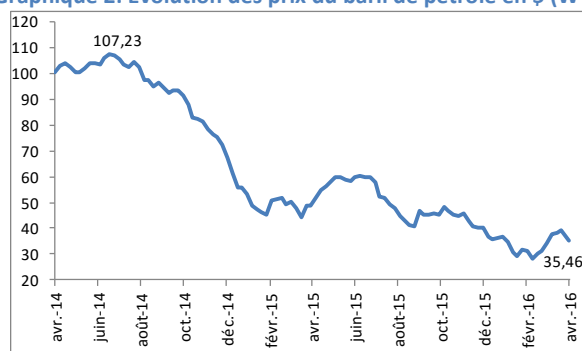
pour retrouver des marges de manoeuvre et absorber les chocs futurs. Avant de freiner ce cycle de **resserrement monétaire graduel** - dont le rythme n'avait pas été précisé - en maintenant le statu quo en janvier puis en mars 2016. La « fenêtre de tir » est désormais refermée jusqu'à juin. Or pour assurer une normalisation « en douceur », fixer et clamer un calendrier scrupuleux de sortie est indispensable pour limiter le risque de volatilité des taux d'intérêt à long terme. De plus, selon les membres du FOMC (comité de politique monétaire), « *la situation économique et financière mondiale continue de poser des risques* » qu'un nouveau resserrement monétaire américain exacerberait. Cette terminologie nouvelle renforce les inquiétudes sur l'imprévisibilité des marchés et la santé de l'économie mondiale. La Fed se montre donc prudente (et pas forcément lisible, au risque d'entacher sa crédibilité en partie basée, sur la période récente, sur une *forward guidance* explicite) en raison de l'incapacité à hiérarchiser l'impact potentiel des risques en présence.

L'économie américaine pourrait donc vaciller sous le coup d'un pétrole (trop) bon marché, qui sert la consommation mais mine les investissements dans le secteur énergétique (cf encadré 1) ; d'une appréciation trop forte du dollar par rapport aux autres devises en raison d'un resserrement monétaire trop brutal estropiant le commerce extérieur et dégradant les conditions de financement; d'une décélération de la croissance mondiale, particulièrement de la Chine, et d'une désagrégation européenne aux conséquences néfastes sur les échanges.

Encadré 1: L'or noir a le blues et les « *fracking cowboys* » ont du plomb dans l'aile

Pour appréhender l'impact de la chute du prix du baril de pétrole sur la redistribution du revenu mondial des pays exportateurs vers les pays importateurs, il est primordial de garder à l'esprit l'ampleur et la rapidité de sa baisse: de près de 110 dollars en juin 2014, il est passé sous la barre des 30 dollars en janvier 2016 avant de remonter légèrement (cf. graphique 2).

Graphique 2: Evolution des prix du baril de pétrole en \$ (WTI)



Source : FRED

Cet effondrement constitue un choc positif de grande ampleur dans les pays importateurs nets d'hydrocarbures, en réduisant leurs déficits courants ou en améliorant leurs excédents, au détriment des pays producteurs, en augmentant le pouvoir d'achat des consommateurs et en baissant les coûts de production pour les entreprises. En revanche, les effets positifs induits sur le PIB mondial diffèrent d'un scénario à l'autre¹⁶ et masquent des asymétries entre les pays.

¹⁶ Sources: Arezki R. et Blanchard O. (2014), 22 décembre 2014, «Sept questions sur la chute récente des cours du pétrole», <http://www.imf.org/external/french/np/blog/2014/122214f.htm> et Husain A.M. et al., 2015, « Global Implications of Lower Oil Prices », IMF Staff Discussion Note, SDN/15/15, juillet.

Ces cours bas grèvent ainsi les efforts de nombreuses Banques centrales pour atteindre leurs cibles d'inflation en renforçant la tendance baissière des taux et des anticipations, alimentant de la sorte le risque de glissement durable dans la déflation.

En outre, l'impact de la chute de revenu induite pour les pays producteurs (membres de l'OPEP, Russie, Etats-Unis...) et les entreprises du secteur énergétique dont la profitabilité se réduit, pourrait entraîner d'importants dérèglements financiers, affectant la confiance des investisseurs. Aux Etats-Unis ou au Canada, le secteur des gaz et pétrole de schiste, plus coûteux à extraire, doit ainsi répondre à des défis industriels, financiers (désinvestissement, fermeture de sites, endettement, défauts de paiement, faillites¹⁷...), sociétaux et environnementaux¹⁸. Pour les pays dont la croissance est tributaire des cours des produits primaires dont le pétrole, dans lesquels ils se sont spécialisés lors des années de forte demande, l'impact économique, financier et sociétal est dramatique (troubles sociaux au Venezuela par exemple).

S'il existe des explications structurelles à cette baisse des cours (augmentation de l'offre, décélération économique dans les pays émergents, développement de sources alternatives d'énergie et exploitation des gisements de schiste aux Etats-Unis), les rivalités géopolitiques régionales nourrissent les incertitudes sur leur évolution. L'accession de l'Iran au marché du pétrole, suite à l'accord cadre sur le nucléaire du 14 juillet 2015, augmente les surcapacités. L'Arabie Saoudite, soucieuse de s'affirmer face à la Russie, à l'Iran, et, accessoirement, de procéder à l'éviction des nouveaux producteurs américains ne compte pas jouer les *swing producers*. La réduction de l'offre globale ne semble donc pas envisageable et l'élan haussier qui avait suivi l'annonce d'une réunion le 17 avril prochain à Doha, entre 15 pays producteurs de pétrole, dont l'Iran, a été temporaire.

L'or noir n'a donc pas fini de faire couler beaucoup d'encre...

A suivre en 2016 aux Etats-Unis :

Le résultat des élections présidentielles ;

La poursuite de la normalisation graduelle de la politique monétaire et la stratégie de communication de la Fed ;

L'évolution des prix du pétrole et des investissements dans le secteur énergétique (notamment pétrole de schiste) ;

L'évolution du marché du travail et des salaires ;

L'évolution du cours du dollar.

¹⁷Voir:http://www.haynesboone.com/~media/files/attorney%20publications/2016/energy_bankruptcy_monitor/oil_patc_h_bankruptcy_20160106.ashx

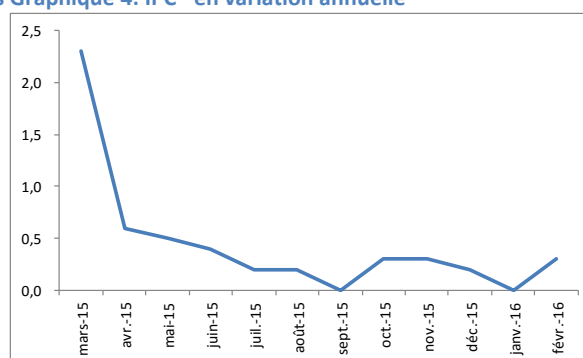
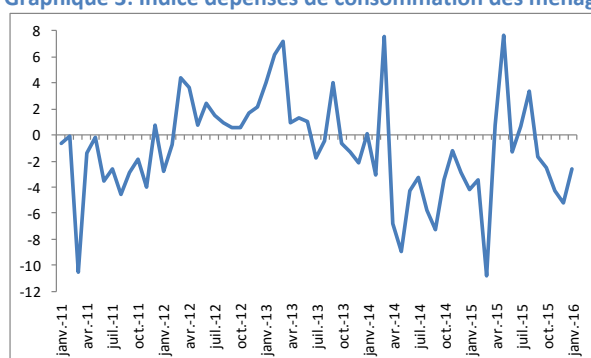
¹⁸ Selon un rapport de l'United States Geological Survey paru le 28 mars 2016, sept millions de personnes des régions du centre et de l'est des Etats-Unis seraient exposées à des séismes dus à la fracturation hydraulique. Lien: http://www.usgs.gov/blogs/features/usgs_top_story/induced-earthquakes-raise-chances-of-damaging-shaking-in-2016/

Japon : et si les flèches des *Abenomics* avaient (définitivement) raté leurs cibles ?

Le succès espéré des ambitieuses *Abenomics*¹⁹ semble avoir fait long feu. Au 4^e trimestre 2015, l'économie japonaise s'est contractée (-0,4% par rapport au trimestre précédent), concluant une année de faible croissance (+0,4%) qui devrait se redresser modestement en 2016 (1%).

La frilosité des entreprises à investir comme à augmenter les salaires, notamment face à une demande affaiblie de la Chine, son premier partenaire commercial²⁰, et les tendances baissières de la consommation des ménages²¹ contrarient la bonne volonté des autorités. Cette année encore, le Gouvernement comptait beaucoup sur le *shuntō* pour assurer une majoration salariale de nature à revitaliser les dépenses et l'inflation mais risque d'être déçu²²...

Graphique 3: Indice dépenses de consommation des ménages Graphique 4: IPC* en variation annuelle



Source: Bureau des statistiques du Japon

*Indice des prix à la consommation

Sans surprise, l'économie nipponne est **menacée par la déflation**, ancrée dans l'ADN japonais depuis près de deux décennies. En janvier 2016, le taux d'inflation est retombé à 0 après deux mois de hausse modeste. Si des facteurs externes de baisse des prix appuient le phénomène, le déclin démographique (faible taux de natalité, immigration freinée) qui menace l'Archipel exerce un impact déflationniste majeur et durable dans un pays souvent érigé en laboratoire du bien-être des seniors²³. Pour autant, enterrer la cible d'inflation de 2% de la Bank of Japan (BoJ) et acter la déflation comme un état de fait serait fataliste et dangereux car elle exacerbe la montée des risques financiers, consacre l'insoutenabilité de la dette et épuise les instruments de politique macroéconomique.

Incapable de doper durablement l'inflation, le Gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda a opéré une volte face inédite. Dans un premier temps défavorable aux taux négatifs, il en a annoncé l'adoption

¹⁹ Le terme désigne la politique économique du Premier Ministre Shinzo Abe basée sur 3 piliers (politique monétaire accommodante, relance budgétaire et réformes structurelles) pour remplir 2 objectifs (lutter contre la déflation et rétablir durablement la croissance).

²⁰ Les exportations ont connu un repli de 4% pour le cinquième mois consécutif en février (-13% en janvier).

²¹ Malgré la nécessité d'assainir les finances publiques, un nouveau report de la hausse de la TVA de 8 à 10%, initialement prévue au printemps 2017, est probable, pour ne pas plomber les dépenses des ménages, qui se sont réduites de 3,1% en janvier 2016 par rapport à l'année précédente, pour le cinquième mois consécutif.

²² Toyota, qui fait figure de baromètre, a accordé une augmentation mensuelle de 1.500 yens (4000 en 2015), soit la moitié de ce que les syndicats avaient requis. Le 18 mars, la confédération syndicale Rengo a publié les premiers résultats des négociations salariales de printemps confirmant la limitation des augmentations salariales en 2016.

²³ Le Japon détient le record mondial de l'espérance de vie mais affiche un très faible taux de natalité (1,41). Pourtant la pénurie en soins de santé pour les personnes âgées commence déjà à se faire sentir.

fin janvier pour relancer le crédit et stimuler l'activité, avivant les craintes de certains membres de la BoJ quant à la rentabilité des institutions financières. La **crédibilité de la BoJ**, élément fugace de politique monétaire, en a ainsi été écornée. Si ce revirement questionne la communication de la BoJ (aveu d'impuissance?), il renvoie surtout aux limites d'une politique monétaire accommodante pour ranimer l'inflation ou les anticipations d'inflation et exacerbe le risque de « trappe à liquidité ».

La **dette publique colossale** (245% du PIB) pèse sur la confiance et sur l'activité. Si elle est en majeure partie détenue par les Japonais, le vieillissement de la population et la réduction de l'épargne disponible concomitante imposeraient un recours accru aux financements extérieurs qui expose le système bancaire et l'économie à plus de risques importés...

Au-delà de ces forces récessives, le **reflux du taux de chômage** offre, à tout observateur non averti, un aperçu optimiste de l'économie japonaise. Autour de 3% de la population active²⁴, il alimente en réalité le paradoxe japonais: une reprise modérée assortie du plein emploi, qui masque certaines réalités démographiques et structurelles, comme la faible participation des femmes au marché du travail. La **progression insuffisante des salaires**, sur un marché pourtant tendu, mais dual²⁵, nuit durablement à la consommation²⁶ et contribue à une paupérisation de la société japonaise que l'augmentation du nombre de foyers bénéficiaires du minimum social de 1,59 à 1,63 million entre 2013 et 2015 illustre. Le budget 2016-2017, voté fin mars, est, à ce titre, marqué par une hausse des dépenses de prestations sociales.

Confronté aux limites des deux premières flèches de ses *Abenomics*, le Gouvernement japonais gagnera à en consolider la troisième et, peut être, à en décocher une quatrième : celle des augmentations de salaires²⁷.

A suivre en 2016 au Japon :

La politique monétaire de la BoJ ;

L'évolution du taux d'inflation ;

L'évolution des finances publiques ;

La stratégie de croissance du Gouvernement (post-Abenomics ?) ;

L'évolution du marché du travail et des indicateurs de pauvreté ;

La campagne et les résultats des élections à la Chambre des conseillers de juillet 2016.

²⁴ Il s'établissait à 3,2% en janvier et 3,3% en février.

Lien: <http://www.stat.go.jp/english/data/roudou/results/month/index.htm>

²⁵ Selon l'OCDE, la proportion de travailleurs non réguliers, moins payés que les travailleurs réguliers, croit, creusant les inégalités de revenus au sein de la population d'âge actif, dont le taux de pauvreté relative a augmenté tout au long de 2012. Pour l'Institut public pour la population et la sécurité sociale (IPSS), près de 4 actifs sur 10 sont en contrat précaire (écarts de salaires importants), parmi lesquels 40% environ ne paient pas les cotisations sociales, santé et retraite.

²⁶ En novembre dernier, Shinzo Abe a présenté un projet d'augmentation annuelle de 3% du salaire minimum en soutien à la croissance.

²⁷ Source: Everaert L. et Ganelli Giovanni, 13/03/2013, « Japan: Time to Load a Fourth Arrow—Wage Increases », iMFDirect
Lien: <https://blog-imfdirect.imf.org/2016/03/13/japan-time-to-load-a-fourth-arrow-wage-increases/>

Pays émergents : vers un déséquilibrant rééquilibrage

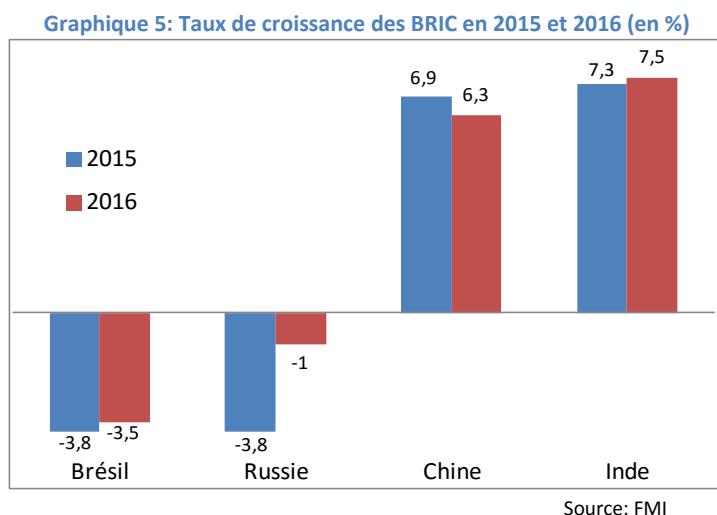
Croissance robuste en Inde et dans certaines autres économies émergentes d'Asie, repli en Amérique latine et dans les Caraïbes, croissance soutenue côté européen malgré la récession russe, reprise graduelle en Afrique subsaharienne: tel est le portrait conjoncturel que l'on peut grossièrement esquisser des « émergents » pour l'année 2016²⁸.

S'ils continuent de tirer la croissance mondiale, leur contribution s'étiolé : de 85% entre 2007 et 2014, elle est passée à moins de 80% entre 2015 et 2016. Le retournement des prix des matières premières et ses conséquences récessives expliquent en grande partie ce flétrissement, la part des économies exportatrices de matières premières dans la croissance du « bloc » émergent²⁹ ayant été largement entamée et non compensée.

Si leurs structures sociales, leurs régimes politiques, leurs niveaux de développement économique et de solidité financière sont divers, les problèmes auxquels ils sont confrontés le sont tout autant, renforçant la difficulté de les appréhender comme un tout : spécialisation économique (voire mono-industrie) et dépendance aux cours des matières premières, réduction de la croissance potentielle³⁰, déficit important en capital humain et/ou en infrastructures, endettement excessif...

Pour autant, tous sont aujourd'hui exposés, bien qu'à des degrés différents, à trois principaux risques: la transition chinoise, la baisse des cours des matières premières et le resserrement monétaire américain, et pourraient prochainement s'enliser dans une trappe à revenu intermédiaire intervenant à un moment transitoire, comme la Chine l'expérimente actuellement.

La divergence des économies émergentes - notamment au sein du groupe de référence que constituent les BRIC - se confirme en 2015 (cf. graphique 5) et pourrait s'amplifier en 2016.



Le **Brésil** semble s'enfoncer dans le désordre, sans plus connaître le progrès. Avec un recul du PIB de 3,8% en 2015 et de probablement 3,5% en 2016, le pays tend à devenir un cas d'école des difficultés

²⁸ Bulletin du FMI, 19 janvier 2016, « Timide rebond mondial et basculement des risques vers les pays émergents ».

Lien : <http://www.imf.org/external/French/pubs/ft/survey/so/2016/RES011916AF.htm>

²⁹ Voir: <http://francestrategie1727.fr/thematiques/la-croissancemondiale-d-une-decennie-a-l-autre/>

³⁰ FMI, Avril 2015, « Where are we Headed? Perspectives on Potential Output », World Economic Outlook, chapitre 3.

auxquelles les économies émergentes sont confrontées: dépendance aux matières premières agricoles et énergétiques³¹; inflation croissante³² ; forte augmentation du ratio dette privée/PIB - que celle de Petrobras incarne ; dégradation des comptes publics (déficits publics à 7% et dette à 60% - placée en catégorie spéculative avec des perspectives négatives par toutes les agences) ; baisse de sa compétitivité-prix ; étroitesse des liens commerciaux avec la Chine (première source d'exportation) ; montée du chômage, etc. Ce marasme alimente un climat de défiance, marqué par une procédure de destitution à l'encontre de la présidente Dilma Rousseff ou par les soupçons qui pèsent sur son prédécesseur « Lula » dans l'affaire Petrobras.

La **Russie** connaît, elle aussi, la récession avec un repli de 3,7% de son PIB en 2015. Deux principaux risques se sont matérialisés, dégradant les finances publiques et exacerbant la vulnérabilité du système financier³³. D'abord, la poursuite de la chute des cours de l'or noir a considérablement réduit la rente d'un pays dépendant des exportations de pétrole et de gaz naturel³⁴. Il en a résulté un décrochage concomitant du rouble. Pour autant les craintes d'un nouveau dérapage de l'inflation se sont infirmées (nouvelle baisse en mars à 7,3% contre 8,1% en février et près de 15% en 2015) et la Banque centrale russe n'a pas dû procéder à un relèvement de son taux directeur, aux effets récessifs potentiels importants. En revanche, le renouvellement des sanctions occidentales contre la Russie, en réponse au conflit en Ukraine aurait, selon le Ministre adjoint du développement économique, coûté 25 milliards d'euros en 2015, sans comptabiliser les dépenses militaires afférentes. Plus structurellement, le retard dans les investissements d'avenir - faute d'avoir suffisamment anticipé l'éventuelle fin de l'ère du pétrole (cher) - explique également ce déclin. Outre la dégradation des finances régionales, l'une des conséquences de la récession est la paupérisation de la population russe (augmentation des prix, contraction des salaires, des revenus réels et des traitements des fonctionnaires (classe moyenne), etc.) qui nourrit l'effondrement de la consommation des ménages. La proportion de Russes vivant en dessous du seuil de pauvreté³⁵ se serait établie à 13,4% en 2015 (soit 20% de plus qu'en 2014) et pourrait atteindre 16% en 2016 selon la Banque mondiale, faisant craindre un retour en arrière. D'aucuns avancent toutefois que la résilience des Russes est un amortisseur primordial sur le plan social. Et des perspectives de redressement sont envisagées avec une projection de croissance de -1% en 2016 et de 1% en 2017³⁶... que la dégringolade des cours de matières premières telles que l'aluminium, tombé fin 2015 à des plus bas pluriannuels, menace³⁷.

³¹ Elles représentent 70% des exportations: canne à sucre, soja, bioéthanol – premier producteur mondial, pétrole...

³² Elle s'est établie à +10,67% en 2015, notamment en raison d'une forte dévalorisation du réal face au dollar.

³³ Cette vulnérabilité se manifeste par la fuite de capitaux (moindre en 2015 qu'en 2014) et le manque d'attractivité pour les capitaux étrangers.

³⁴ Les hydrocarbures représentent la majorité des recettes russes et le budget 2016 a été défini sur base d'un baril à 50 dollars.

³⁵ Selon la définition du service fédéral des statistiques Rosstat, le seuil national est de 9.452 roubles, soit 120 euros mensuels au cours actuel.

³⁶ Les experts de la nouvelle agence de notation nationale russe (Akra) se sont montrés plus pessimistes que le FMI, repoussant le retour de la croissance à 2018.

³⁷ Le 9 mars, le géant de l'aluminium Rusal a annoncé une diminution de 7,2% de son chiffre d'affaires annuel mais « s'attend à ce que la demande globale d'aluminium augmente de 5,7% en 2016 sous l'effet d'une forte demande en Amérique du Nord, en Europe et en Asie » selon un communiqué du groupe à la Bourse de Hong Kong.

Avec un taux de croissance de 7,3% en 2015 (équivalent à 2014) et des projections à 7,5% pour 2016 et 2017, l'**Inde** brille de nouveau³⁸. Elle s'est imposée comme le seul grand pays émergent, avec la Chine, pour lequel les projections du FMI n'ont pas été revues à la baisse entre octobre 2015 et janvier 2016. Si les moteurs de la croissance indienne sont la consommation privée et l'investissement public, le retour progressif de la confiance des entreprises, à la faveur d'une amélioration notable des infrastructures, dynamise l'investissement privé et la progression des flux entrants d'investissements directs étrangers (IDE), ce qui compense l'essoufflement des exportations. Le pays bénéficie, en outre, de la faiblesse des cours des matières premières mais aussi d'une moindre dépendance au marché chinois. Enfin, le repli de l'inflation à 6%³⁹ rend possible l'assouplissement des conditions monétaires par la Reserve Bank of India (RBI) dont le principal taux directeur a été abaissé à son plus bas niveau depuis quatre ans (6,75 %), en septembre 2015 en soutien de la reprise en cours. Mais pour se pérenniser, le succès indien devra adresser des défis de taille : la forte dépendance à des facteurs exogènes (prix des produits agricoles, demande externe, conditions climatiques), les difficultés du secteur bancaire qui constituent toujours un frein à l'investissement privé (créances douteuses au bilan des banques publiques indiennes) ou les inégalités génératrices de vives tensions sociales⁴⁰, tout en gardant le cap de la discipline budgétaire⁴¹. La mise en œuvre de réformes d'ampleur libérera les forces productives du pays : développement et entretien des infrastructures (transports routier, ferroviaire et aérien, infrastructures énergétiques, immobilières, d'assainissement, etc.), protection sociale⁴², création d'un marché intérieur unifié avec la TVA harmonisée au niveau national⁴³ très attendue par les investisseurs et soutien au monde rural⁴⁴, auquel le projet de budget annuel consacre 12,7 milliards de dollars⁴⁵.

Avec un taux de croissance de 6,9% en 2015, le plus faible depuis 1990, et de nouveaux ralentissements prévus en 2016 et 2017 (à 6,3% et 6,0 %), le *New Normal* de la **Chine** a raté « sa cible » de 7%. La Chine opère ainsi un ralentissement délibéré mais qu'elle pourrait de moins en moins maîtriser. Du rééquilibrage souhaité de l'investissement et de l'industrie manufacturière vers la consommation et les services au dérapage incontrôlé, la frontière est ténue. Pour soutenir l'activité économique, des mesures de soutien monétaire et de relance budgétaire vont être poursuivies (investissements publics dans les infrastructures et les secteurs à forte valeur ajoutée au-delà des frontières (Banque asiatique pour l'investissement en infrastructures, projet « One Belt,

³⁸ Son taux de croissance était tombé sous les 5% en 2012 (contre plus de 7% en moyenne entre 2003 et 2011). « India is shining », slogan du Bharatiya Janata Party (BJP) aux élections générales de 2004, reflétait l'optimisme économique d'alors.

³⁹ Elle s'est établie à 5,91% en janvier 2016 contre 10% en moyenne entre 2009 et 2013.

⁴⁰ Emeutes de caste des Jats, agriculteurs et propriétaires terriens, dans le nord de l'Inde, pour accéder aux quotas d'emplois publics et de places à l'université réservés aux basses castes; arrestations d'étudiants contestataires.

⁴¹ Le Gouvernement a fixé à 3,5% l'objectif de déficit budgétaire pour le nouvel exercice 2016/17.

⁴² Un large plan d'assurance-santé visant à couvrir les besoins d'un tiers de la population avec notamment l'ouverture de 300 pharmacies vendant des médicaments génériques dans le courant de l'année, est annoncé.

⁴³ Actuellement bloquée à la chambre haute du parlement où le parti de gouvernement ne dispose pas d'une majorité. Pour l'OCDE « les difficultés à faire voter des réformes structurelles indispensables freinent l'activité ».

Source: OCDE, 2015, Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2015 Numéro 2, Editions OCDE, Paris.

⁴⁴ Affecté par deux années de sécheresse et par le désœuvrement de la jeune population active faute d'emplois plus nombreux et de meilleure qualité, il sera un déterminant du vote aux élections des exécutifs d'Etats de 2016 et 2017.

⁴⁵ Le Ministre des Finances, Arun Jaitley, a annoncé des mesures: renforcement du programme de garantie d'emplois en milieu rural, doublement des revenus des 120 millions d'agriculteurs d'ici cinq ans via un plan d'assurance des récoltes, amélioration de leur accès aux marchés, accélération du déploiement d'internet, électrification de tous les villages d'ici mai 2018, fond dédié à l'irrigation...

One Road »⁴⁶), d'expansion fiscale de 2,9 milliards RMB en 2016 selon la People's Bank of China (PBoC) contre 1,6 milliards RMB en 2015). Il en résultera une dégradation des finances publiques: de 2,3 % en 2015, le déficit budgétaire chinois devrait bondir à 3% du PIB en 2016. En effet, si le ralentissement progressif a été réaffirmé dans le 13^e Plan quinquennal (2016-2020)⁴⁷, l'objectif fixé d'une croissance d'au moins 6,5% par an pourrait ne pas être atteint sous le coup d'une contraction des échanges commerciaux plus importante qu'anticipée (ralentissement de l'investissement et de l'activité manufacturière ; fléchissement de la demande mondiale, malgré la dépréciation du yuan, liée à la hausse des coûts du travail dans le pays...) ; d'une instabilité de l'opaque système financier ; d'un endettement⁴⁸ croissant qui met en péril le système bancaire (augmentation de l'endettement total de 125% à plus de 210%) ou encore des surcapacités productives (cf. encadré 2). Pour assurer une croissance moindre mais plus qualitative - durable, innovante, focalisée sur la demande intérieure - les réformes internes vont devoir se poursuivre pour rendre le marché du travail et la société plus inclusifs, favoriser l'urbanisation tout en tenant compte des enjeux environnementaux, redéployer sa force industrielle et sa main-d'œuvre en la formant, maîtriser la baisse rapide de la production à bas prix et les augmentations salariales soutenues, mieux allouer le capital, réguler le secteur financier, moderniser le secteur agricole, et, plus généralement, poursuivre son ouverture vers l'extérieur (concurrence dans le domaine des services, développement mondial des entreprises chinoises (IDE sortants), poursuite de l'internationalisation de la monnaie)...

Encadré 2: Un moral d'acier à retrouver

Les « *zombies companies* », entreprises étatiques chinoises frappées par le surendettement et les capacités excessives, dans un contexte de réduction de la demande intérieure, ne sont résolument pas qu'un problème chinois. En effet, le flot de matières premières et industrielles qu'elles déversent sur les marchés mondiaux déstabilise les cours et exacerbe les frictions commerciales⁴⁹.

Ainsi la sidérurgie européenne (180 milliards d'euros de CA, près de 360.000 emplois directs, quelques 170 millions de tonnes d'acier par an dans 23 États membres de l'UE), qui ne représente plus que 10 % de la production mondiale d'acier (22 % en 2001) contre près de 50 % pour la Chine, traverse aujourd'hui une profonde crise, notamment affectée par une surproduction mondiale qui pèse sur les prix du marché. Dans la continuité de la réunion extraordinaire convoquée par le Ministre de l'Économie luxembourgeois, Étienne Schneider, durant la Présidence luxembourgeoise du Conseil de l'UE au second semestre 2015, la Commission européenne a adopté un plan d'action. L'objectif est de préserver un tissu industriel compétitif et diversifié (mesures de lutte contre les pratiques commerciales déloyales en discutant avec des partenaires comme la Chine, l'Inde ou la Russie) et à en relancer la compétitivité (politiques d'investissement dans les technologies de pointe

⁴⁶ Cette initiative vise à développer la connectivité et la coopération avec les pays d'Eurasie et d'Afrique en se basant sur des composantes terrestre et maritime. C'est un moyen d'internationaliser les entreprises chinoises hors espace dollar, à mettre en parallèle avec l'internationalisation du yuan et les IDE sortants.

⁴⁷ Présenté le 5 mars 2016 à l'ouverture de la session annuelle de l'Assemblée nationale populaire.

⁴⁸ 2/3 de l'endettement privé seraient liés à l'État de même qu'une grande partie du système bancaire et du *shadow banking*.

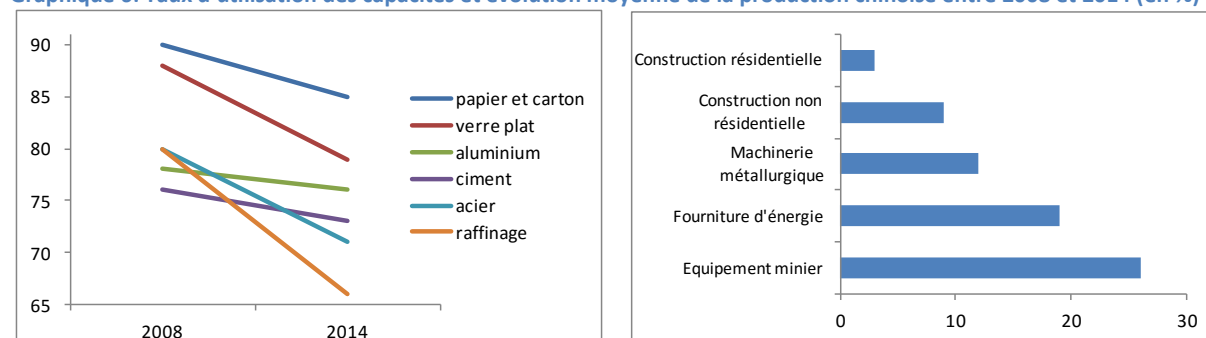
⁴⁹ Le récent rapport de l'European Chamber of Commerce in China adresse les problèmes résultant d'une surcapacité accrue des industries chinoises.

Téléchargeable: <http://www.eurochamber.com.cn/en/publications-overcapacity-in-china>

et de formation de la main-d'œuvre).

Au-delà des conséquences au niveau mondial, sur le plan intérieur chinois, l'impact de ces surcapacités pourrait excéder celui des excès immobiliers⁵⁰ et appelle à restructurer le secteur productif comme à soutenir la demande intérieure notamment grâce au crédit⁵¹ et à l'urbanisation, de nature à alimenter la demande en infrastructures.

Graphique 6: Taux d'utilisation des capacités et évolution moyenne de la production chinoise entre 2008 et 2014 (en %)



Sources: National Bureau of Statistics, European Chamber, Conference Board, IDEA

A suivre en 2016 :

L'évolution du prix du pétrole et des matières premières et industrielles ;

L'évolution de la situation politique au Brésil et les retombées économiques des JO ;

L'action extérieure de Vladimir Poutine ;

Les résultats des élections en Inde ;

La maîtrise des surcapacités en Chine.

⁵⁰ « *There has been excessive investment in property in places, but many of the supposedly empty cities do eventually fill up. China's grotesque overinvestment in industrial goods is a far bigger problem.* » Selon l'analyse de Janet Hao, du groupe de recherche Conference Board, la croissance des investissements dans la production d'équipements industriels a largement dépassé ceux dans le secteur immobilier entre 200 et 2014. Lien : <http://www.economist.com/news/business/21693573-chinas-excess-industrial-capacity-harms-its-economy-and-riles-its-trading-partners-march>

⁵¹ Pour d'autres, ces stimuli viendraient alimenter la surcapacité des entreprises d'Etat.

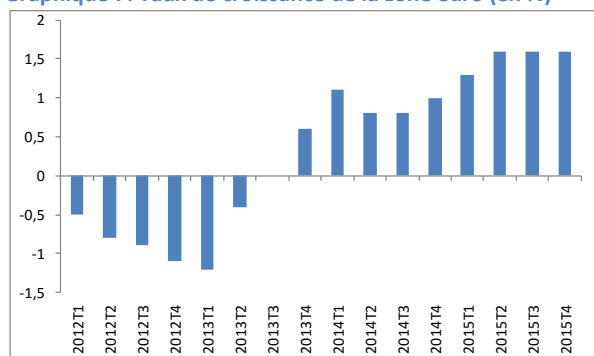
Zone euro : est-elle zen la zone ?

Avec une croissance de 1,6% en 2015 et de 1,7% prévu pour 2016, la zone euro reprend timidement des couleurs bien que le doute plane sur leur persistance.

La baisse du chômage, le caractère légèrement expansionniste de la politique budgétaire, le soutien monétaire de la BCE à l'activité économique et les conditions de crédit favorables, la parité euro/dollar (cf. encadré 3), la revitalisation de pays jadis mis sous perfusion tels que l'Irlande ou l'Espagne, la vitalité allemande, la poursuite de l'élan réformiste et ses premières retombées dans certains Etats membres, sont autant de raisons d'y croire. Comme en 2015, la consommation privée resterait, en 2016, le principal déterminant de la reprise (grâce à des prix du pétrole bas et à des revenus en hausse) tandis que la politique budgétaire servirait la consommation publique et que les conditions de financement favorables pourraient dynamiser l'investissement privé.

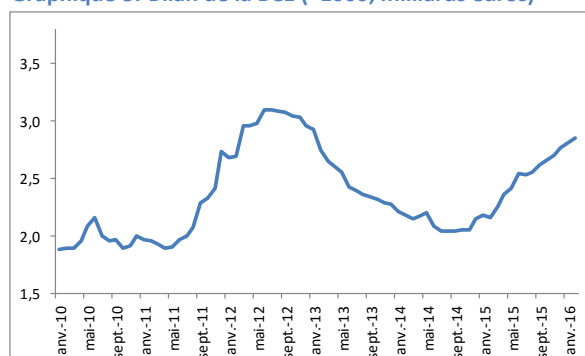
Encadré 3: Zone euro, l'espoir serait-il permis ?

Graphique 7: Taux de croissance de la zone euro (en %)



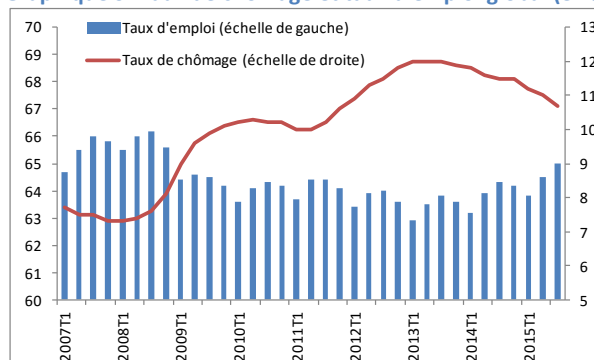
Source: Banque centrale européenne

Graphique 8: Bilan de la BCE (×1000, milliards euros)

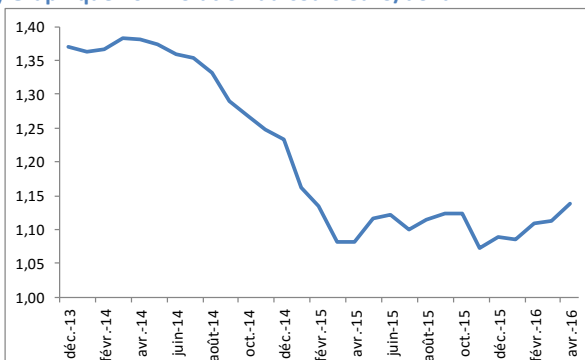


Source: FRED

Graphique 9: Taux de chômage et taux d'emploi global (en %) Graphique 10: Evolution du cours euro/dollar



Source: Eurostat

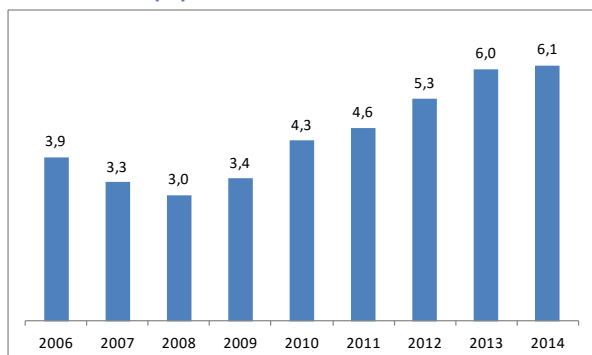


Source : FRED

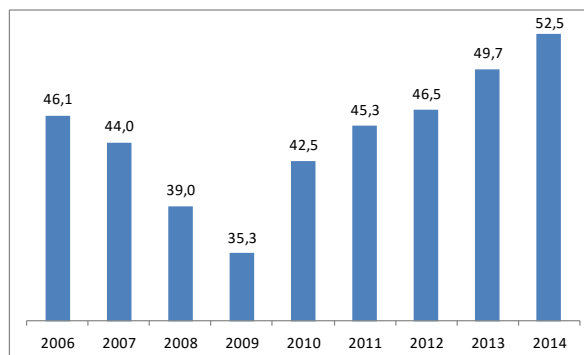
Le marché du travail poursuit son redressement avec un **taux de chômage en baisse** à 10,3% en février 2016 (11,2% un an plus tôt) en zone euro, au plus bas depuis 4 ans. Malgré ce « mieux » général, les différences entre Etats demeurent, avec une amplitude de 20 points séparant les extrêmes. L'Allemagne et l'Autriche affichent ainsi des taux de chômage de 4,3% et de 6,0%, quand la Grèce et l'Espagne sont respectivement à 24,0% et 20,4%. En outre, le chômage de longue durée (12 mois ou plus) tend à s'enraciner, l'ampleur et la durée de la crise ayant profondément affecté le

capital humain (graphiques 11 et 12). Cela nuit à la croissance potentielle (effets d'hystérèse)⁵² et soulève des problèmes de formation, de reconversion et de lutte contre la pauvreté.

Graphique 11: Chômage de longue durée en % de la population active



Graphique 12: Chômage de longue durée en % du chômage



Source: Eurostat

Les risques extérieurs accrus, les conséquences incertaines de l'afflux de migrants, les craintes quant à la stabilité des banques de certains Etats membres de la zone dont le bilan est lesté de prêts non performants, malgré des conditions de crédit favorables, l'inflation faible, l'essoufflement possible des soutiens monétaires (cf. encadré 4) et budgétaires ou encore les déséquilibres internes qui rendent inefficace le déploiement de politiques uniques (emploi, finances publiques, politiques d'offre ou de demande, etc.), menacent cette embellie. Enfin, le démantèlement (total ou partiel) des accords de Schengen ou la sortie du Royaume-Uni de l'UE pourraient sonner le glas de l'union politique de tous comme de la reprise économique de chacun.

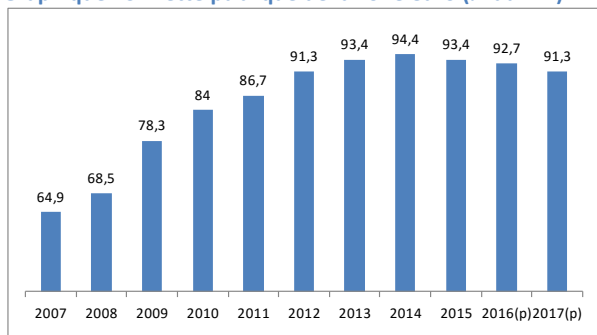
Par ailleurs, les **niveaux d'endettement public et privé demeurent élevés** avec des situations contrastées. Si le déficit public de 2,2% du PIB en zone euro en 2015 devrait poursuivre son repli, réduisant la contrainte budgétaire pesant sur les pays membres, le niveau de la dette publique à 93,4% du PIB en 2015 et 92,7% en 2016 (cf. graphique 13), reste éloigné de la cible de Maastricht (60% du PIB). Par ailleurs, le « nettoyage » du bilan des banques commerciales – comptant encore un taux élevé de prêts non performants - et le désendettement du secteur privé (cf. graphique 14) risquent de freiner la dynamique du crédit que la BCE tente d'impulser pour doper la demande. En effet, les entreprises de la zone euro, qui se financent surtout par le crédit bancaire contrairement à leurs consœurs américaines, se montreraient prudentes voire pessimistes quant à l'investissement et l'endettement⁵³, étant plus vulnérables à une crise bancaire comme à la faiblesse de l'offre de crédit.

⁵² En plus d'affecter le stock de capital par un sous-investissement prolongé.

Un effet d'hystérèse peut se définir comme la persistance d'un phénomène, bien que la cause qui l'ait produit ait disparu. En économie, après un choc macroéconomique, la dévalorisation du capital humain est l'une des causes de cet effet, l'employabilité des chômeurs de longue durée se dégradant et entretenant l'enlèvement dans le sous-emploi.

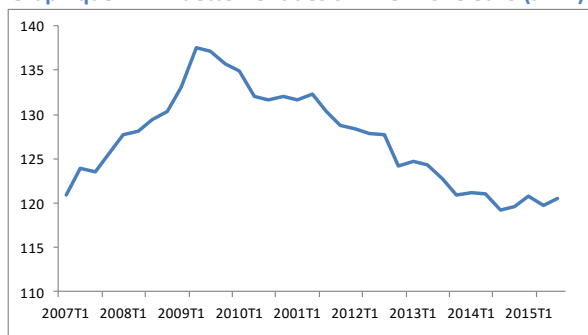
⁵³ Artus P., 18 mars 2016, Flash Economie n°316: « On ne voit pas de « traumatisme » hérité de la crise dans le comportement des entreprises américaines, ce qui est très différent de la situation de la zone euro. Pourquoi ? ». Lien : <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=90266>.

Graphique 13: Dette publique de la zone euro (% du PIB)



Source : Ameco

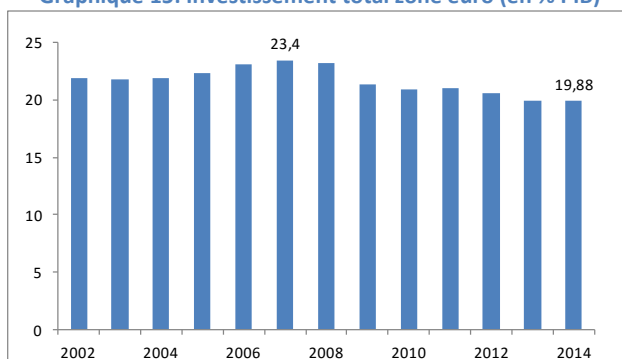
Graphique 14: Endettement des SNF* en zone euro (%VA)



Source : Banque de France
*Sociétés non financières

S'il est prématuré de clamer l'échec du Plan Juncker (UE)⁵⁴ visant à compenser le déficit d'investissements privés comme publics, le calcul optimiste de l'effet de levier attendu des fonds investis et le rythme actuel de leur placement peuvent laisser sceptiques⁵⁵ mais pas fatalistes. La zone euro pâtit donc toujours d'un **niveau d'investissement trop bas** - composante pourtant essentielle de la demande et élément indispensable de structuration de l'offre pour asseoir l'économie sur un sentier de croissance pérenne - mais les conditions d'un redressement se dessinent.

Graphique 15: Investissement total zone euro (en % PIB)



Source : Eurostat

Encadré 4: La poursuite de la politique de taux d'intérêt négatifs, un chant du cygne ?

Si l'orientation très accommodante de la Banque centrale européenne n'est pas nouvelle, les mesures annoncées le 10 mars 2016 l'ont affermie, confirmant le rôle brigué par la BCE d'adjuvant à la croissance. Pour transmettre sa politique à l'économie réelle, elle a donc opéré une baisse des trois taux directeurs, renforcé sa *forward guidance* (en suggérant que la politique sera **durablement** accommodante), étendu son programme Large Scale Asset Purchase (LSAP)⁵⁶ et annoncé quatre nouveaux Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO)⁵⁷.

⁵⁴ Le Moigne M., Saraceno F. et Villemot S., Mars 2016, Working Paper: « Probably too little, certainly too late – an assessment of the Juncker investment plan ». Lien: <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2016-10.pdf>

⁵⁵ La Commission table sur un effet de levier agrégé de 15 pour 1: 21 milliards d'euros initiaux générant 63 milliards de prêts (x 3), entraînant eux-mêmes 315 milliards d'investissements (x5).

Selon la BEI, qui porte le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS), 1,4 milliard d'euros ont été placés entre juillet 2015 et décembre 2015. A ce rythme, les 63 milliards placés sur 3 ans projetés par la Commission ne seront pas atteints. Voir: <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/plan-juncker-donnez-moi-un-levier-et-je-souleverai-le-monde/>

⁵⁶ La taille et la composition sont modifiées avec un passage de 60 mds à 80 mds d'euros des achats mensuels d'actifs à compter d'avril et un élargissement aux obligations en catégorie *Investment Grade* libellées en euros émises par des sociétés non bancaires.

Si ce « soutien monétaire » à l'activité économique est essentiellement au service du crédit, dans un souci de dynamiser l'investissement et la consommation privés, le doute subsiste sur les effets de ces mesures sur l'inflation (mandat unique de la BCE) et sur la croissance.

Les prêts improductifs, qui continuent de plomber lourdement le bilan de nombreuses banques, constituent une entrave à la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Et stimuler l'octroi de prêts ne suffit pas à en alimenter la demande. Finalement, voir décoller l'hélicoptère monétaire ne serait (presque) plus surprenant⁵⁸.

Face à des perspectives d'inflation revues à la baisse, repoussant l'objectif de 2% à 2018 (0,1% en 2016, 1,3% en 2017), de nouvelles mesures accommodantes sont envisageables bien que les marges de manœuvre se réduisent et que leurs conséquences divisent les économistes⁵⁹ (prix des actifs, aléa moral⁶⁰, effets induits sur d'autres pays, etc.). L'adoption de taux d'intérêt négatifs est à ce titre particulièrement controversée et a occasionné une certaine nervosité sur les marchés financiers. Si la Bank of Japan a récemment surpris, la BCE a fait figure de pionnière en adoptant un taux de rémunération des dépôts négatif depuis le 11 juin 2014, régulièrement abaissé depuis lors (de 3,25% en 2008 à -0,4% en mars 2016). Les banques supportent donc un coût sur leurs dépôts, ce qui pose des questions de plusieurs natures: économique, financière, juridique et morale.

Dans ce contexte, on peut s'interroger sur les contours de la « normalisation », qui implique l'existence de conventions vers lesquelles il faudra revenir sauf à penser que les politiques monétaires non conventionnelles (instruments usuels de politique monétaire utilisés à des fins non conventionnelles et instruments nouveaux) deviennent justement la « norme ». Les inconnues sont multiples : les stratégies « de sortie » à envisager en l'absence de précédents, le moment opportun de la normalisation, le degré de créativité à déployer à l'avenir pour pouvoir encore parler de « mesures non conventionnelles » ou encore les conséquences sur les marchés financiers et des changes (risque d'ajustement brutal) ainsi que pour les Banques centrales dont le bilan est gonflé par l'achat massif de titres.

Enfin, au-delà des failles institutionnelles régulièrement pointées et partiellement solutionnées, c'est l'effet de contagion supposé sur la zone euro d'un **démentèlement de l'Union européenne** et ses sous-ensembles qui inquiète. L'avenir de l'union politique semble sombre, compromettant, de ce fait, l'union économique. Malgré le regain de croissance dans la zone euro en 2015, les perspectives pour 2016 et au-delà sont plus que jamais empreintes de doute.

⁵⁷ Une série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) sera conduite entre juin 2016 et mars 2017. Elles visent à « offrir aux banques des conditions de financement à long terme attrayantes afin d'assouplir encore les conditions du crédit pour le secteur privé et de stimuler la création de crédit ».

⁵⁸ En 1969, Milton Friedman avançait une solution extrême pour sortir de la déflation : un hélicoptère larguant des billets pour gonfler le porte-monnaie des consommateurs et les inciter à dépenser plus, faisant ainsi remonter les prix. « *C'est un concept très intéressant (...) mais nous ne l'avons pas encore vraiment étudié* », a déclaré Mario Draghi le 10 mars.

⁵⁹ Voir: Institut Messine, Janvier 2016, « Les taux d'intérêt négatifs: douze regards ».

Lien:<http://institutmessine.fr/wp-content/uploads/2016/02/Institut-Messine-janvier-2016-Les-taux-dint%C3%A9r%C3%AAt-n%C3%A9gatifs-Douze-regards.compressed.pdf>

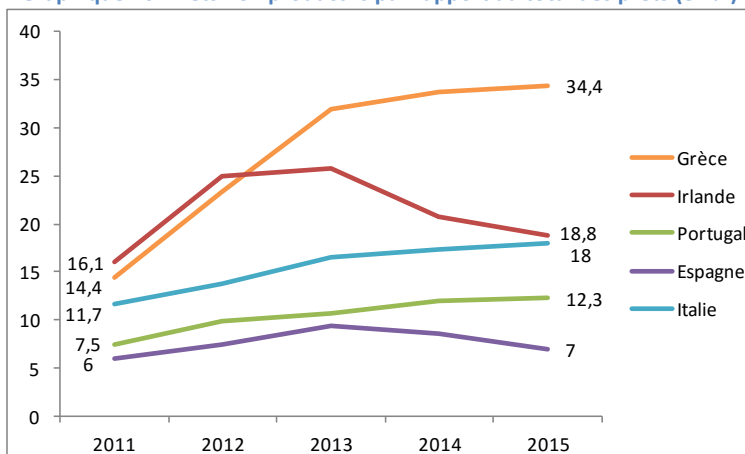
⁶⁰ Côté créateur, l'intervention durable des banques centrales sur les marchés financiers contrevient à la règle de Bagehot sur le rôle de prêteur en dernier ressort.

Côté débiteur, les taux d'intérêt bas sont une « aubaine » pour les Etats qui peuvent être poussés à s'endetter.

GIPSI: croître sans y croire ?

Les GIPSI⁶¹ ont été « constitués » au plus fort de la crise des dettes souveraines (2010-2012) et regroupaient les pays de la zone euro avec des niveaux de dette publique et de déficit très importants. A l'époque, ces pays connaissaient (à des degrés divers) des difficultés d'accès aux marchés financiers, et leurs banques avaient de sérieux problèmes de liquidité, voire de solvabilité. Parmi eux, la Grèce - déjà soutenue, le Portugal, l'Irlande, et l'Espagne ont dû bénéficier de l'assistance financière du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme Européen de Stabilité afin de leur éviter le défaut de paiement et l'effondrement de leur système bancaire (dont les structures demeurent, pour certains, vulnérables). En 2015, le pourcentage de prêts non productifs a de nouveau augmenté en Grèce, en Italie et au Portugal tandis qu'il a diminué en Irlande et en Espagne (cf graphique 16).

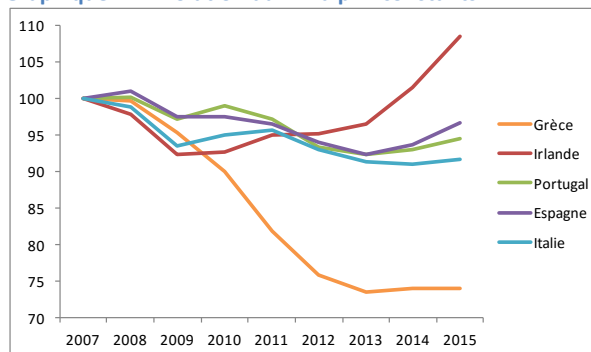
Graphique 16: Prêts non productifs par rapport au total des prêts (en %)



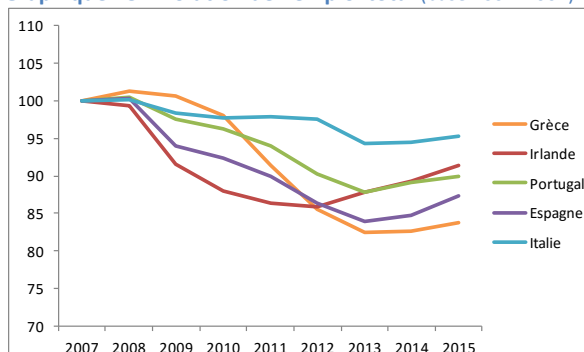
Sources : FMI, Worldbank

Les GIPSI suivent des trajectoires divergentes, à la (dé)favor de décisions nationales. Mais leurs peuples comme leurs fondamentaux économiques (cf graphiques 17 et 18) ont été sévèrement éprouvés et si leurs économies croissent aujourd'hui, Grèce exceptée, leurs populations n'y croient pas toujours...

Graphique 17: Evolution du PIB à prix constants



Graphique 18: Evolution de l'emploi total (base 100 = 2007)



Source : Ameco

⁶¹ Greece, Ireland, Portugal, Spain, Italy.

Forte d'un Gouvernement refusant de se soumettre aux conditions des plans d'assistance de la troïka - et plus tard des « Institutions » - (FMI, BCE, Commission européenne), la **Grèce** a suscité quelques frayeurs chez les dirigeants européens, au cours de tumultueux sommets « de la dernière (!) chance ». En dépit d'un référendum qui s'est soldé par un « *oxi* » (non), un troisième plan d'aide a été validé par l'Eurogroupe le 14 août 2015 (86 milliards d'euros d'ici à 2018)⁶². Exit le Grexit (pour le moment). Les craintes émises quant à un excès d'optimisme de la Commission (qui tablait sur 2,5% de croissance en 2015)⁶³, se sont révélées fondées : l'économie grecque a replongé (-0,2% en 2015 et -0,7% en 2016). Pour autant, la consommation privée – particulièrement les dépenses des ménages et la bonne performance du tourisme (20% du PIB comme des emplois), la poursuite des réformes structurelles, la recapitalisation réussie des banques⁶⁴ et les progrès de la privatisation (qui devraient bénéficier à l'investissement) auraient limité la récession. Plus notable peut être, le regain de confiance des entrepreneurs, après une chute drastique l'été dernier, au plus fort des turbulences politiques, pourrait permettre un rebond de l'investissement et de plus larges recettes fiscales en 2016 (sous couvert de reconstruire un système fiscal apte à collecter effectivement et efficacement les impôts dus). *In fine*, le retour de la croissance serait attendu pour 2017 (2,7% selon la Commission). Mais le taux de chômage reste difficilement soutenable (25% en 2015) et les finances publiques ravagées (déficit public excédant 6% en 2015 et 3,4% en 2016 à condition que les mesures de consolidation portent leurs fruits ; dette publique colossale et croissante de 179% du PIB en 2015 et 185% en 2016). Enfin, l'afflux massif de migrants⁶⁵ pourrait fragiliser une économie hellène déjà exsangue.

A l'opposé, l'**Irlande**, conserve en 2015 son titre de « champion » de la croissance en zone euro et devrait confirmer sa renaissance, à un rythme plus modéré en 2016 (4%). Ces performances ont été soutenues par le dynamisme de la production industrielle (+13,7% par rapport à 2014) et par le bond des investissements des entreprises (+28,2%). Le pays a par ailleurs enregistré une vigoureuse progression de la demande domestique totale (+9,3%), surtout du côté des entreprises, et des exportations (+13,8%) comme des importations (+16,4%), attestant de sa revitalisation. En outre, le marché du travail se redresse, avec un taux de chômage inférieur à 10% (8,8% en février 2016), les finances publiques s'assainissent (déficit budgétaire de 1,8% contre 3,9% en 2014 ; dette à 98,4% du PIB contre 107,5% en 2014) et le système bancaire se restructure. Mais ce miracle, incarné par la présence de célèbres multinationales, ne bénéficierait pas à tout le monde⁶⁶ et les stigmates de la crise sont encore vifs (taux d'emploi affaîssé⁶⁷, taux de chômage de longue durée élevé⁶⁸, surendettement des ménages et des entreprises⁶⁹, dégradation des services publics, augmentation

⁶² Les divisions du FMI et de l'Eurogroupe sur la réforme du système des retraites retardent pour l'heure la première évaluation liée au troisième plan de renflouement, indispensable à l'ouverture de discussions sur un nouvel allègement de la dette grecque.

⁶³ Voir: Fondation IDEA, Avril 2015, Avis Annuel 2015: « ô des espoirs »

⁶⁴ Recapitalisées en novembre, elles n'ont pas eu besoin de capitaux supplémentaires depuis.

Voir: <http://www.esm.europa.eu/press/index.htm>

⁶⁵ Selon le Haut Commissariat pour les réfugiés, plus de 840.000 migrants sont arrivés en Grèce en 2015 et plus de 122.000 depuis le début de l'année 2016.

⁶⁶ Selon Aiden Regan, l'installation de grandes multinationales (12,5% de taux d'imposition des entreprises) segmenterait le marché du travail en créant des emplois pour des personnes très qualifiées ne bénéficiant que partiellement aux Irlandais.

Voir: <http://bit.ly/1QTPwOq>

⁶⁷ De 73,8% en 2007, il est passé à 67% en 2014, les hommes (de 77,5% à 65,7%) étant plus affectés que les femmes (de 60,6% à 55,9%).

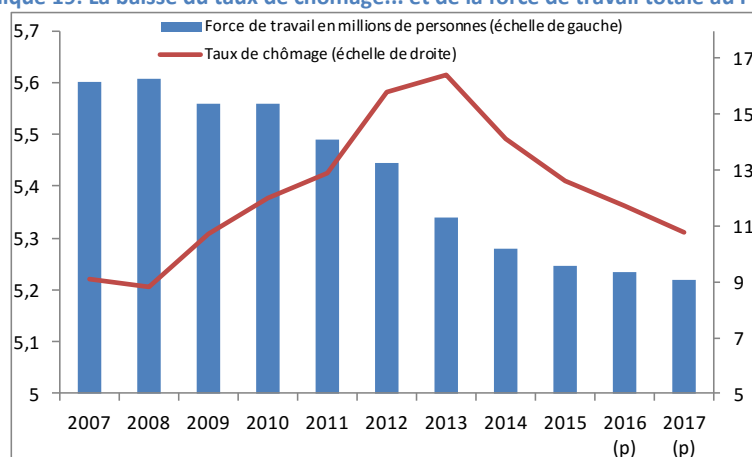
⁶⁸ En 2014, il s'établissait à 6,7% de la population active, soit un niveau supérieur à celui de la zone euro (6,1%).

⁶⁹ A 290% du PIB, la dette du secteur privé irlandais est nettement supérieure au niveau moyen dans la zone euro (165%).

d'impôts...) comme le montrent les récentes manifestations anti-austérité et le revers électoral de la coalition sortante. La pauvreté n'a été que partiellement réduite par la baisse du chômage⁷⁰ et les Irlandais continuent d'émigrer⁷¹. Si le rugissement du tigre celtique devrait a priori connaître un écho durable, le fauve restera sur ses gardes en raison du blocage politique actuel, de la gronde interne et du référendum britannique du 23 juin⁷².

Le **Portugal** poursuit sa reprise économique avec une hausse de 1,5% du PIB en 2015 (1,6% en 2016) tirée par la demande domestique – notamment la consommation des ménages (+2,6% en 2015, 2% en 2016 et 2017) appuyée par les mesures de soutien à l'activité prises par le premier gouvernement de coalition de gauche (hausse du salaire minimum, complément de revenu pour les bas salaires, mesures fiscales expansionnistes comme la diminution de la TVA dans le secteur hôtelier...). Mais en dépit du réajustement en cours, la croissance potentielle du Portugal demeure faible, les finances publiques restent dégradées malgré un léger redressement (déficit à 4,2% et dette à 129,1% du PIB) et menacées par un système bancaire fragile (support direct à Banif pour un montant équivalent à 1,2% du PIB) qui pèse aussi sur l'investissement. Enfin, si le taux de chômage se replie (12,6% en 2015 et 11,7% prévus en 2016), le pays devra répondre à des défis démographiques afin que le manque de main-d'œuvre (cf graphique 19) n'entame pas sa reprise (taux de natalité et de fécondité parmi les plus faibles d'Europe, émigration⁷³, désertion des campagnes...).

Graphique 19: La baisse du taux de chômage... et de la force de travail totale au Portugal



Source : Ameco

Après avoir amorcé le redécollage en 2014, **l'Espagne** a pris de l'altitude en 2015 affichant le 4^e meilleur taux de croissance de la zone euro (3,2% en 2015 et 2,7% prévus en 2016), porté par les créations d'emploi, les meilleures conditions de financement ou encore la faiblesse des prix du pétrole. Mais la faiblesse de la croissance nominale et l'importance des déficits budgétaires (autour

⁷⁰ Le nombre de personnes sous le seuil de pauvreté a doublé depuis 2008 à 376.000 pour une population de 4,6 millions d'habitants et 700.000 familles sont exposées au risque de pauvreté (dont 211.000 enfants) soit 15 % de la population.

⁷¹ Sur les 80.900 émigrants entre avril 2014 et avril 2015, 35.300 (43,6%) étaient des Irlandais ce qui reste élevé malgré un déclin par rapport à l'année précédente (-13,3%).

Voir: <http://www.cso.ie/en/releasesandpublications/er/pme/populationandmigrationestimatesapril2015>

⁷² Selon l'Economic and Social Research Institut (ESRI) un Brexit impliquerait une baisse des échanges commerciaux entre l'Irlande et le Royaume-Uni (25% des produits importés et 12% des produits exportés).

⁷³ Face aux 485.000 départs définitifs ou temporaires ces dernières années le Premier Ministre Costa s'est dit prêt, le 19 février 2016, à accueillir jusqu'à 10.000 réfugiés pour preuve de sa solidarité mais aussi pour repeupler les régions rurales portugaises.

de 5% du PIB en 2015 et de 3,6% en 2016) pèsent sur la dynamique de la dette publique (qui a dépassé les 100% du PIB en 2015). L'économie informelle représenterait toujours quelque 25% du PIB. Par ailleurs, malgré la réforme du marché du travail, le taux de chômage, qui reste le plus élevé de la zone euro et de l'UE, après la Grèce, à 22,7% et ne devrait pas descendre sous la barre des 20% avant 2017 et affecte toujours plus de la moitié des jeunes de moins de 25 ans. Il en résulte une modération salariale de nature à accompagner le redressement. Par ailleurs, la population active a atteint, au dernier trimestre 2015, son plus bas niveau depuis le premier trimestre 2008, contribuant mécaniquement à amplifier la baisse du taux de chômage. En 2015, l'Espagne comptait donc 678.200 chômeurs en mois et, dans le même temps, 525.100 emplois nouveaux étaient créés. Mais, pour l'heure, l'effet de récupération n'est que partiel, beaucoup d'emplois ayant été détruits durant la crise⁷⁴. Si la croissance est bien de retour, il n'est donc pas certain qu'elle suffise à réduire significativement le chômage, nécessaire pour rétablir durablement la confiance et sortir de la spirale de dette. D'autant plus que les facteurs de reprise sont conditionnés au maintien de la demande extérieure pour les produits espagnols, à l'euro faible, aux effets positifs du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat, à la persistance de la faiblesse relative du coût du travail espagnol et à l'absence d'un nouveau resserrement budgétaire. Enfin, les velléités indépendantistes de la Catalogne, le blocage actuel ou pire le vide politique potentiel⁷⁵ auraient un impact négatif sur la confiance des investisseurs, des entrepreneurs et des ménages, donc sur l'ensemble de l'économie.

Après 3 années consécutives de recul du PIB, l'Italie amorce une modeste reprise guère *allegria* (0,8% en 2015 et 1,2% prévu en 2016 - toujours en dessous de la moyenne de l'eurozone). Mais les fondamentaux restent structurellement dégradés, confinant l'économie italienne à la langueur : finances publiques problématiques (dette publique frôlant les 133% du PIB malgré une réduction du déficit sous l'objectif des 3% du PSC (2,6% en 2015, 2,3% prévus en 2016)), productivité en berne, secteur bancaire fragmenté⁷⁶ et tourmenté (bilan plombé par des prêts improductifs - dont le montant brut total augmente⁷⁷ et fonte de la capitalisation boursière), dépenses de R&D insuffisantes, amples disparités régionales. Sur le front de l'emploi, le taux de chômage diminue mais reste supérieur à 10%⁷⁸ à la faveur d'une force de travail stable et de réformes structurelles dont le « *Jobs Act* »⁷⁹ entré en vigueur en mars 2015. Cependant, comme en Espagne, toutes les destructions d'emploi sont loin d'avoir été comblées⁸⁰, le taux de chômage des jeunes frôle les 40% et le taux d'emploi est faible (56,4%), induisant une modération salariale (absence de progression des salaires sur un an au troisième trimestre 2015) qui, couplée aux faibles coûts de l'énergie,

⁷⁴ Pas moins de 3,77 millions entre le point haut du 4e trimestre 2007 et début 2014 et depuis récupération de 30%

Voir: <http://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/espagne-les-dessous-du-miracle-de-l-emploi-547626.html>

⁷⁵ Le Parlement très éclaté issu des élections législatives du 20 décembre n'a pour le moment pas permis de donner naissance à un Gouvernement ce qui pourrait donner lieu à un nouveau scrutin, en juin prochain.

⁷⁶ Cette année, le gouvernement a donc amorcé la réforme des banques coopératives de crédit (BCC) qui se rapprocheront sous l'égide d'une banque mère. En outre, la fusion de BPM et Banco Popolare devrait s'officialiser.

⁷⁷ Selon une étude de la Banque d'Italie le montant brut total des prêts improductifs a de nouveau augmenté en janvier 2016 (+9% sur un an) pour atteindre 202,05 milliards d'euros contre 200,94 milliards d'euros en décembre (+9,4%).

⁷⁸ Il est passé de 12,2 % à 11,7 % entre les mois de février 2015 et 2016 (11,9% en moyenne sur l'année 2015).

⁷⁹ Le premier pilier de cette réforme est la suppression de l'article 18 du code du marché du travail qui réglementait les licenciements abusifs: sauf cas avéré de discrimination, toute entreprise peut désormais licencier un salarié contre indemnité mais sans risque de mesure de réintégration décidée par le juge. Le second pilier est la généralisation des CDI à protection croissante assorti d'une période d'essai de 3 ans.

⁸⁰ En juin 2007 le point bas du nombre de chômeurs était atteint avec 1,46 million. Entre janvier 2014 (3,26 millions) et janvier 2016 (2,951 millions) leur nombre a baissé de 304.000: un sixième des destructions d'emplois des six années précédentes a donc été comblé.

alimente les pressions déflationnistes. Selon une étude de la Banque d'Italie⁸¹, plus que le « *Jobs Act* » proprement dit, l'exemption de cotisations sociales pendant 3 ans sur les nouvelles embauches à durée indéterminée dont il est assorti aurait été le premier déterminant de la baisse du chômage. Pourtant, ces mesures, susceptibles de générer des effets d'aubaine et de substitution, représentent un défi pour les finances publiques. L'augmentation probable de la TVA en 2017, qui vise à l'adresser en partie, pourrait contraindre la consommation privée, principal moteur de la (modeste) croissance⁸². La prudence est donc de mise, *chi va piano va sano e lontano*.

⁸¹ Voir: http://www.repubblica.it/economia/2016/02/19/news/occupazione_studio_bankitalia_jobs_act_incentivi_fiscali-133743223/?refresh_ce

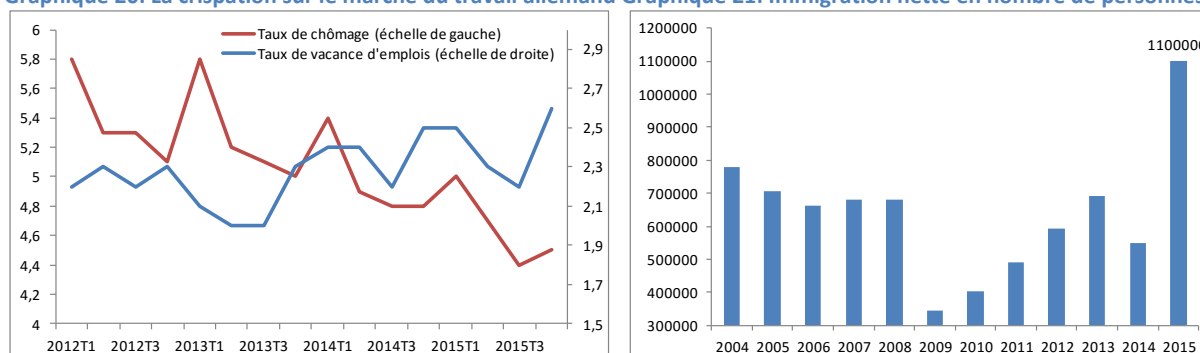
⁸² Dans sa loi de stabilité 2015, l'Italie avait prévu une clause de sauvegarde permettant une augmentation de la TVA chaque année si certains objectifs budgétaires n'étaient pas atteints. La proposition de budget pour 2016 confirme que le taux de TVA ne passera pas à 24% comme cela avait été envisagé.

AAAllemagne : excédée sur tous les plans

En 2015, l'Allemagne, avec un **taux croissance de 1,7%**, a gardé le rythme établi en 2014. L'activité a été tirée par une demande domestique soutenue par la consommation des ménages, rassurés par la vigueur de l'emploi et enrichis par les gains de pouvoir d'achat (faible inflation, prix du pétrole faibles, instauration d'un salaire minimum, reprise sur le front salarial⁸³, etc.) et par des dépenses publiques « exceptionnelles » (nouveaux crédits aux prestations au titre de la dépendance et aux prestations familiales, abattements fiscaux pour enfants à charge, baisses d'impôt sur le revenu, investissements publics et dépenses en lien avec l'accueil des réfugiés⁸⁴).

Malgré ces déboursés, les **comptes publics sont restés bien à flot** en 2015, enregistrant une baisse du ratio dette/PIB (de 71,6% en 2015 à 67,8% en 2017) et dégagant un excédent budgétaire historique de 29,5 milliards d'euros (8,1 milliards en 2014)⁸⁵. Une partie de ce « matelas » devrait servir à faire face à l'afflux de quelque 1,1 million de réfugiés enregistrés en 2015. S'il semble nourrir la fièvre populiste, particulièrement dans certaines régions, bien maîtrisé il pourrait contrebalancer le vieillissement démographique économiquement nuisible en alimentant la population active (+1% d'ici à 2017 selon l'OCDE) et solutionner, en partie, l'actuelle pénurie de main-d'œuvre, notamment qualifiée (« *Fachkräftemangel* »). Avec un taux de chômage historiquement bas à 4,3% (février 2016), soit le plus faible de la zone euro, et une jeunesse moins affectée que dans le reste de l'Europe (7,7%), l'essor allemand est appuyé par un marché du travail dynamique mais dual⁸⁶ et crispé (cf graphiques 20 et 21)⁸⁷.

Graphique 20: La crispation sur le marché du travail allemand Graphique 21: Immigration nette en nombre de personnes



Sources: Eurostat, Destatis

Sources: Eurostat, Destatis, Bundesamt

La bonne santé apparente de l'économie allemande masque des **failles plus ou moins profondes**. Sur le plan conjoncturel, si l'excédent de la balance courante a atteint des sommets, contribuant aux déséquilibres en zone euro, les exportations allemandes ont récemment montré des signes

⁸³ Voir: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2016/03/PD16_090_624.html

⁸⁴ Une enveloppe de près de 8 milliards d'euros en 2016 a été prévue à cet effet. En incluant les Länder et les communes, les dépenses pourraient atteindre entre 14 et 20 milliards.

⁸⁵ En décomposant, l'Etat fédéral allemand, après avoir frôlé le « *Schwarze Null* » en 2012 et 2013 (0,1 % de déficit), a enregistré son second exercice budgétaire excédentaire à 21 milliards, les Länder ont vu leur surplus croître (de 1,7 à 4,2 milliards) et tandis que le déficit des communes se résorbait (de -0,6 à 3,2 milliards), l'excédent de la Sécurité sociale, lui, se contractait (de 3,3 à 1,1 milliards).

⁸⁶ Sur le marché de l'emploi allemand, un partage accru du temps de travail s'est opéré (recul du nombre d'heures travaillées, temps partiel, minijobs rendus moins attrayants par l'introduction du salaire minimum fédéral...).

⁸⁷ Au 4e trimestre 2015, l'Allemagne enregistrait le taux d'emplois vacants le plus élevé de la zone euro (moyenne de 1,6%) et de l'UE avec le Royaume-Uni.

d'essoufflement dus au ralentissement des pays hors UE⁸⁸. A long terme, la croissance allemande pourrait s'affaiblir sous le coup d'une stagnation de la productivité de la main-d'œuvre et d'une hausse des salaires susceptibles de réduire la compétitivité et la rentabilité des entreprises. Enfin, les discussions⁸⁹ sur l'insuffisance des investissements productifs privés comme publics⁹⁰, que des taux d'intérêt à long terme faibles devraient normalement doper, sont nourries⁹¹.

Pour contrer toute perte de vitesse, de nouvelles réformes seraient nécessaires (pour favoriser l'activité professionnelle des femmes, améliorer l'enseignement primaire notamment, développer les infrastructures sociales, de transports, de recherche et accompagner la transition énergétique, etc.). Les dernières révisions de croissance à la baisse⁹², les récents revers électoraux et l'imminence des élections générales seront peut être de nature à provoquer une impulsion réformatrice.

⁸⁸ Fait notable : en 2015, la France a perdu son statut « historique » de premier partenaire commercial de l'Allemagne au profit des Etats-Unis.

Voir: https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2016/03/PD16_087_51.html;jsessionid=E95B1D0DD3A105C5815DEFEA4B3EC57F.cae4

⁸⁹ Les organisations économiques internationales comme le FMI ou l'OCDE appellent l'Allemagne à investir plus.

⁹⁰ Après les 5 milliards d'euros de « dépenses d'avenir » engagés en 2013 (réseaux numériques, transports, efficacité énergétique), 10 milliards d'euros supplémentaires ont été promis par le Gouvernement fédéral entre 2016 et 2018. Davantage de fonds pour améliorer la maintenance des infrastructures de transport et les structures formelles de garde d'enfants ont déjà été alloués.

⁹¹ Voir: <http://www.oecd.org/fr/eco/etudes/Allemagne-Synthese.pdf>.

⁹² Dans son enquête annuelle sur l'Allemagne, l'OCDE qui tablait une progression de 1,8% du PIB pour 2016 anticipé désormais un taux de 1,3% et les économistes qui conseillent le gouvernement allemand sur un taux de 1,5%.

Belgique : le virage fiscal, une fois

Dans le Royaume, la **reprise s'est maintenue en 2015 et devrait se stabiliser en 2016 (+1,3%)**, favorisée par la demande intérieure comme extérieure au premier semestre, ralentie à partir de l'été par la contraction du commerce mondial et la détérioration de la confiance des entreprises comme des ménages (modération des salaires⁹³ et hausse des taxes indirectes pesant sur le revenu disponible réel des ménages). Le **redressement du marché du travail** marqué par le reflux du chômage (de 8,3% en 2015, à 8,0% en 2016 et 7,4% en 2017), amorcé en avril 2015, soutient la reprise.

Justement, pour encourager l'emploi et renforcer la compétitivité, le voisin belge a choisi de se réformer en opérant le « fameux » **tax shift**⁹⁴, en cours de déploiement. Son objectif est de « déplacer » en partie la pression fiscale du travail vers la consommation et le capital. Ainsi la diminution de la pression fiscale sur l'offre et la demande de travail (réduction des cotisations patronales, des cotisations sociales des indépendants ; exonération « à vie » de charges patronales pour les PME sur le premier emploi créé ; baisse d'impôt sur le revenu des bas et moyens salaires, etc) sera partiellement contrebalancée par de nouvelles recettes (augmentation de la taxation sur l'électricité, la chirurgie esthétique, des accises sur le tabac, l'alcool, les boissons sucrées, taxe sur les opérations boursières spéculatives⁹⁵, etc.)

Deux études du Bureau Fédéral du Plan (BFP) et de la Banque Nationale de Belgique (BNB)⁹⁶ ont estimé que le **tax shift** pourrait générer, par un effet multiplicateur, **de 45.000 (BFP) à 64.500 (BNB) emplois supplémentaires** à l'horizon 2021, par rapport à un scénario de base. Trois principaux canaux de transmission peuvent être identifiés: i) les prix relatifs des facteurs de production évoluent en faveur du facteur travail ; ii) la baisse du coût du travail entraîne une baisse des prix intérieurs, ce qui favorise la compétitivité-coût (par le biais d'une baisse des prix) et stimule les exportations, iii) la rentabilité des entreprises progresse. La progression de l'emploi, couplée à des mesures sociales et fiscales gonflant le pouvoir d'achat des ménages, permettraient une augmentation de leur revenu disponible réel, compensant les effets inflationnistes des hausses de TVA et d'accises incluses dans la réforme (pour le salut de finances publiques dégradées avec une dette s'élevant à 107% du PIB en 2015 et 2016).

Le BFP estime que « *globalement, les effets du tax shift sur l'activité économique sont positifs* » même si, en l'état actuel des mesures, le solde de financement de l'ensemble des administrations

⁹³ Plusieurs mesures gouvernementales ont été prises pour ralentir la croissance des salaires et permettre des gains de productivité, dont une suspension temporaire de l'indexation des salaires.

Voir: http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_belgium_fr.pdf.

⁹⁴ Annoncée le 23 juillet 2015, la loi relative aux mesures concernant le renforcement de la création d'emplois et du pouvoir d'achat a été approuvée à la Chambre des députés le 18 décembre 2015.

⁹⁵ Depuis le 1er janvier 2016, un prélèvement de 33% est opéré à la source pour les plus-values réalisées sur des actions cotées en bourses et des produits dérivés revendus dans les six mois.

⁹⁶ Bureau fédéral du plan (novembre 2015), Effets macro-économiques et budgétaires des mesures de *tax shift* du gouvernement fédéral. Lien: http://www.plan.be/admin/uploaded/201512181002100.Point_13_annexe_F.pdf

Banque Nationale de Belgique (novembre 2015), Incidence macroéconomique sur l'économie belge du scénario *tax shift* élaboré par le Gouvernement. Lien: https://www.nbb.be/doc/ts/publications/other/ds1511531_taxshift_fr.pdf

publiques serait détérioré⁹⁷. Aussi, pour **opérer un virage fiscal neutre** sur le plan budgétaire, la Commission européenne préconise des mesures supplémentaires, comme l'élargissement des assiettes d'imposition, la taxation des voitures de société et des cartes-carburant, et estime plus généralement que le système fiscal gagnerait à être simplifié⁹⁸. Enfin, le coût horaire de la main d'œuvre, qui s'est stabilisé en 2015, demeure le plus élevé de la zone euro. Aussi, l'évolution de cette variable permettra de juger de l'effectivité du déplacement de la charge fiscale du travail vers la consommation, couplé aux mesures temporaires de limitation des salaires⁹⁹.

Enfin, à ces risques structurels est venue se greffer une **Crainte latente liée à la menace terroriste** après les attentats du 13 novembre 2015 à Paris, confirmée par ceux du 22 mars à Bruxelles. Ses conséquences socio-économiques sont difficilement quantifiables, mais potentiellement ravageuses (contrôle aux frontières, renforcement du budget de défense, de la justice et des forces de l'ordre, défiance, impact sur le tourisme et la consommation, défi de l'intégration, etc.).

⁹⁷ Le coût ex ante du *tax shift* s'élève à 1,5 % du PIB, la baisse cumulée des prélèvements sur le travail et autres mesures d'allègement (respectivement 2,1 % et 0,5 % soit au total 2,7 % du PIB) n'étant pas totalement compensée par le relèvement d'autres impôts (taxation du capital et des impôts indirects pour 1,2% du PIB).

⁹⁸ Commission européenne, 26/02/2016, Rapport 2016 pour la Belgique contenant un bilan approfondi sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques.

Lien : http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_belgium_fr.pdf

⁹⁹ En 2015 la Belgique a enregistré le taux d'inflation annuel le plus élevé de la zone euro (1,4%). L'indice santé, qui sert entre autres au calcul de l'indexation des salaires, allocations sociales et loyers, augmenterait de 1,5% en 2016, contre 1,05% en 2015. Pour autant, une norme salariale permettant d'adapter de façon préventive l'évolution des coûts salariaux belges à l'évolution attendue des coûts salariaux en Allemagne, aux Pays-Bas et en France est en vigueur.

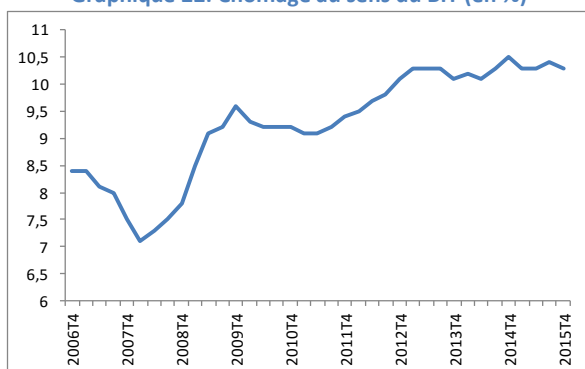
Voir: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7224752/3-01042016-AP-FR.pdf/9d857f18-8374-4cee-8630-fd5ab3bb84c5>

France : l'inversion de la courbe, c'est maintenant ?

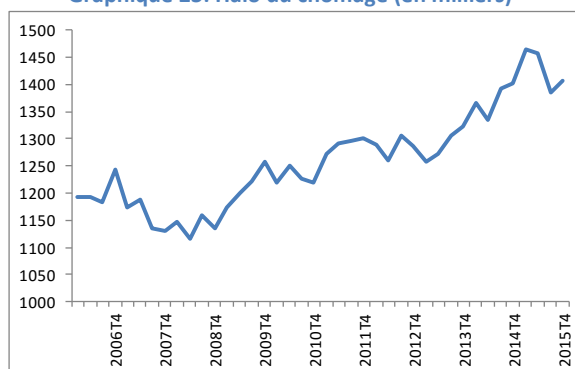
Après trois années d'anémie, la **croissance du PIB a symboliquement dépassé les 1%** en 2015 et pourrait accélérer en 2016 (1,5%), tirée par un rebond de la consommation des ménages dont le pouvoir d'achat est alimenté par une faible inflation due à sa composante énergétique (les cours bas affectant pourtant sévèrement la filière parapétrolière française) et par la progression des revenus. Mais ce dynamisme reste moins vif que la moyenne de la zone euro, freiné par des contributions toujours négatives de l'investissement (-0,2% en 2015 contre -1,2% en 2014)¹⁰⁰, et des exportations nettes (-0,1% en 2015 contre -0,5% en 2014), ce malgré des échanges extra-européens plus dynamiques favorisés par un euro faible.

En outre, les mêmes maux demeurent. La France, sous procédure de surveillance européenne accrue pour déficit excessif, **peine à redresser ses comptes publics**, manquant une nouvelle fois ses objectifs, avec un déficit élevé mais moindre que prévu (3,5% du PIB) et une dette publique croissante (96,2% du PIB en 2015 et 96,8% en 2016). Mais c'est le **blues de l'emploi** qui focalise l'attention. En 2015, le taux de chômage a atteint une moyenne de 10,3%, soit un niveau stable par rapport à 2014¹⁰¹, et les données mensuelles les plus récentes n'augurent pas (encore) de l'inversion de sa courbe, érigée en Graal (cf graphique 22). Après la baisse enregistrée en janvier, le nombre de demandeurs d'emploi sans aucune activité a augmenté de 1,1% en février. Au delà de ces données conjoncturelles plutôt moroses, le marché du travail reste détérioré (faible taux de création d'emploi¹⁰², halo¹⁰³ autour du chômage sur une pente ascendante, temps partiel subi important¹⁰⁴, viabilité du système d'allocations de chômage non assurée) et segmenté¹⁰⁵ tant du point de vue du niveau d'éducation de la population active occupée que des types de contrats signés¹⁰⁶.

Graphique 22: Chômage au sens du BIT (en %)



Graphique 23: Halo du chômage (en milliers)



Source : Insee

¹⁰⁰ Les mesures destinées à réduire le coût du travail et à renforcer la compétitivité ne devraient produire leurs effets sur l'investissement qu'à partir de 2017 selon la Commission.

¹⁰¹ Insee, 3 mars 2016, Chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) et principaux indicateurs sur le marché du travail - Résultats de l'enquête Emploi au quatrième trimestre 2015.

Lien: <http://www.insee.fr/fr/indicateurs/ind14/20160303/Chomage-T415.pdf>.

¹⁰² Voir <http://www.insee.fr/fr/themes/info-rapide.asp?id=30&date=20160310>

¹⁰³ Personnes inactives au sens du BIT qui souhaitent un emploi sans être comptabilisées comme chômeurs.

¹⁰⁴ Le pourcentage de temps partiels « subis » est en forte augmentation, représentant 42,4% du total des emplois à temps partiel en 2014 (contre 31,5% en 2007).

¹⁰⁵ Les exclus ou précarisés du marché du travail sont les jeunes (¼ des chômeurs a moins de 25 ans) et les personnes peu diplômées (1/3 n'a aucun diplôme et 80 % n'ont pas dépassé le bac).

¹⁰⁶ S'il est faux de dire que la part des CDD dans l'emploi (ensemble des salariés en poste vs. flux des embauches) est majoritaire, il faut souligner que plus de 83,6% du flux des embauches se sont faits en CDD au premier trimestre 2015 et ce taux croît quasi continuellement depuis 2008. Source: <http://travail-emploi.gouv.fr/IMG/pdf/2014-056-2.pdf>

Malgré un certain manque de résultats économiques probants¹⁰⁷, la France connaît une vague de réformes d'envergure visant à lui insuffler une nouvelle dynamique. Aux nombreuses mesures pour améliorer la compétitivité de l'Hexagone¹⁰⁸, est venu s'ajouter, en janvier 2016, un « plan d'urgence contre le chômage » assorti d'une enveloppe de 2 milliards d'euros pour enrichir la croissance en emplois (plan de formation de 500.000 chômeurs surtout peu ou pas qualifiés et de longue durée, prime « Embauche PME »¹⁰⁹, adaptation et promotion de l'apprentissage, de l'alternance, etc.). Mais l'attention est aujourd'hui monopolisée par le **projet de loi « visant à instituer de nouvelles libertés et de nouvelles protections pour les entreprises et les actifs »**. Ce projet de loi, dit « El Khomry », du nom de l'actuelle Ministre du Travail, comporte des mesures (controversées) de flexibilisation du marché du travail mais aussi de protection des salariés comme celui d'introduire un droit à la déconnexion (cf encadré 5). Il entend ainsi modifier des dispositions du Code du travail relatives à tous les aspects de la vie en entreprises (repos, temps de travail, modulation de la majoration des heures supplémentaires, renforcement des accords d'entreprises ou de branches, médecine du travail, etc.). L'un des points les plus controversés du projet définit le motif de licenciement pour « difficultés économiques » comme une baisse des commandes et du chiffre d'affaire pendant 4 trimestres consécutifs, une perte d'exploitation pendant 2 trimestres consécutifs, une « importante dégradation de la trésorerie » ou « une réorganisation de l'entreprise nécessaire à la sauvegarde de sa compétitivité ». Le juge serait en charge de vérifier que ces difficultés ne sont pas artificiellement provoquées. Par ailleurs, un renforcement de la lutte contre les travailleurs détachés est prévu. Enfin, le projet étoffe le volet formation et apprentissage avec une généralisation en 2017 à tous les moins de 26 ans, sans emploi ni formation, de la garantie jeunes¹¹⁰; un renforcement du compte personnel d'activité (CPA); un relèvement du plafond du compte personnel de formation (CPF), entré en vigueur en janvier 2015 pour les actifs du privé, de 150 à 400 heures pour les salariés sans diplôme, progressivement étendu aux indépendants, professions libérales et fonctionnaires... Mais certaines mesures divisent et le débat parlementaire ouvert début avril promet d'être riche.

Encadré 5: Vers un « droit à la déconnexion » inclus dans le Code du Travail

Au Chapitre III intitulé « Adaptation du droit du travail à l'ère du numérique » du projet, l'article 25 prévoit qu' « à défaut d'accord, l'employeur définit [l]es modalités [d'exercice par le salarié de son droit à la déconnexion dans l'utilisation des outils numériques en vue d'assurer le respect des temps de repos et de congés] et les communique par tout moyen aux salariés de l'entreprise. Dans les entreprises d'au moins trois cent salariés, ces modalités font l'objet d'une charte élaborée après avis du comité d'entreprise ou à défaut, des délégués du personnel, qui prévoit notamment la mise en œuvre d'actions de formation et de sensibilisation des salariés à l'usage des outils numériques à destination des salariés et du personnel d'encadrement et de direction. »

¹⁰⁷ Depuis début 2015, une augmentation de l'investissement des entreprises est en marche, favorisée par de meilleures perspectives de demande et des conditions de financement facilitées (baisse des coûts d'emprunt et amélioration des taux de marge). Source: http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/archives/032016_ve.pdf

¹⁰⁸ Le pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi (novembre 2012), les accords nationaux interprofessionnels, les mesures fiscales incitatives de suramortissement, le pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) avec une nouvelle baisse des cotisations patronales le 1^{er} avril 2016, la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (loi Macron) avec 90 mesures en faveur de l'emploi et la croissance (juillet 2015).

¹⁰⁹ 500 euros trimestriels durant les 2 premières années pour les embauches réalisées en CDI, CDD de 6 mois et plus transformation d'un CDD en CDI contrat de professionnalisation d'une durée supérieure ou égale à 6 mois par les entreprises de moins de 250 salariés.

¹¹⁰ Elle offre, pour une durée d'un an, un accompagnement renforcé, des périodes en entreprise et une allocation mensuelle d'environ 450 euros.

Si les points d'achoppement sur le projet de loi El Khomry sont nombreux, l'article incluant un « droit à la déconnexion dans l'utilisation des outils numériques » a, pour l'heure, survécu aux différentes moutures. Aussi, pourrait prochainement être intégré au Code du Travail, un droit autorisant un salarié à débrancher ordinateurs et téléphones professionnels, sans que son employeur ne puisse le lui reprocher.

Le principe d'une « obligation de déconnexion des outils de communication à distance » a déjà été acté dans un accord signé entre le patronat des sociétés d'ingénierie et de conseil et des bureaux d'études (Syntec et Cinov) et deux syndicats de salariés (CFDT et CGC) mais revêt une valeur sectorielle.

On recense peu de précédents internationaux de niveau étatique. Le projet de loi porté par la Ministre du Travail allemande (SPD), Andrea Nahles, qui inclut des mesures pour lutter contre le stress au travail, en permettant aux salariés de (se) déconnecter est en discussion. Néanmoins, des accords d'entreprises existent déjà. Ainsi Volkswagen interdit l'envoi d'e-mails sur les téléphones professionnels entre 18h15 et 7h00, Daimler effacerait les messages des salariés qui en font la demande lors de leurs périodes de congés, Deutsche Telekom s'engage depuis 2010 à ne pas attendre une disponibilité permanente de ses salariés.

Au Luxembourg, la Chambre des Salariés estime, dans son Panorama social 2016, que près de la moitié des travailleurs travaillent sous pression et qu'un tiers d'entre eux se doit d'être disponible à tout moment, appelant le Gouvernement à organiser des accords collectifs.

A suivre en zone euro en 2016 :

Le résultat du référendum sur le maintien de la Grande-Bretagne dans l'UE ;

L'évolution du taux de prêts non productifs au bilan des banques ;

L'évolution des créations d'emplois ;

La parité euro-dollar ;

L'impact de l'assouplissement quantitatif de la BCE sur l'offre et la demande de crédit ;

La résolution des blocages politiques et les campagnes électorales.

2. Luxembourg : la tête dans les étoiles¹¹¹ (et les pieds sur terre)

“Robust growth ahead” - selon les prévisions hivernales de la Commission européenne.

“Growth prospects remain strong but are subject to increasing downside risks from weakening international activity and stress in financial markets” - selon le Fonds monétaire international¹¹²

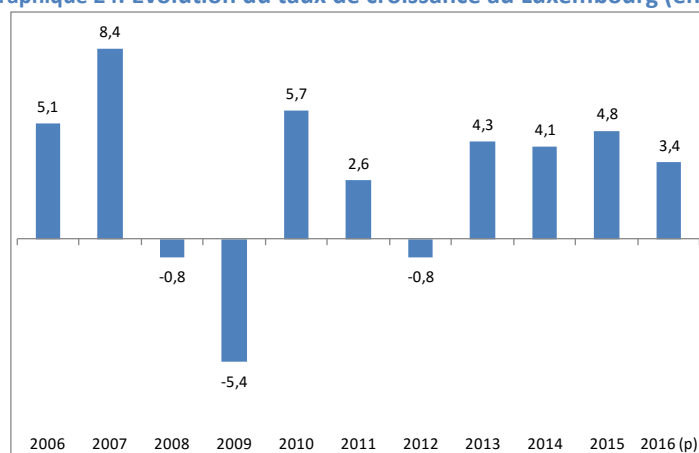
« Alles ass gudd, souguer besser »¹¹³

En 2015, l'économie luxembourgeoise a confirmé sa vitalité avec un taux de croissance de 4,8%, soit le deuxième taux le plus élevé depuis 2007 (5,7% en 2010). Cette robustesse peut s'illustrer ou s'expliquer par le triptyque suivant :

- Triple performance économique par rapport à celle de la zone euro – qui a affiché un taux de croissance de 1,6% ;
- Triple choc absorbé (changement de régime de taxation du commerce électronique, hausse de la TVA de 2%, échange automatique d'information bancaire) ;
- Triple A conservé¹¹⁴.

L'expansion a été portée par la vigueur des exportations de services financiers et non financiers, que la volatilité sur les marchés financiers pourrait amoindrir cette année, mais aussi par une demande domestique soutenue¹¹⁵. En 2016, la croissance du PIB devrait s'établir à 3,4%¹¹⁶, portée par les mêmes composantes, avec un renforcement de la contribution de la demande intérieure favorisée par une faible inflation, des coûts de l'énergie et des matières premières modérés, des conditions de financement favorables et des perspectives d'emploi encourageantes.

Graphique 24: Evolution du taux de croissance au Luxembourg (en %)



Source: STATEC

¹¹¹ En février 2016, le Luxembourg a annoncé son intention d'établir un cadre légal pour l'exploitation minière de l'espace, devenant le premier pays européen à s'avancer.

¹¹² FMI, 01/03/2016, Concluding Statement of the 2016 Article IV Consultation Mission.

Lien: <http://www.imf.org/external/np/ms/2016/030116.htm>

¹¹³ Traduction: « tout va bien, même mieux ».

¹¹⁴ Le Luxembourg est le seul pays de la zone euro, avec l'Allemagne, dont la dette est notée triple A par les principales agences de notation.

¹¹⁵ Les dernières données des comptes nationaux font état d'une contribution à la croissance en volume du PIB de 33,6% de la demande intérieure (10,3% pour les dépenses de consommation finale + 23,3% pour la formation brute de capital) et de 66,4% des exportations nettes.

¹¹⁶ Selon le STATEC. La Commission, elle, prévoit un taux de croissance de 3,8%.

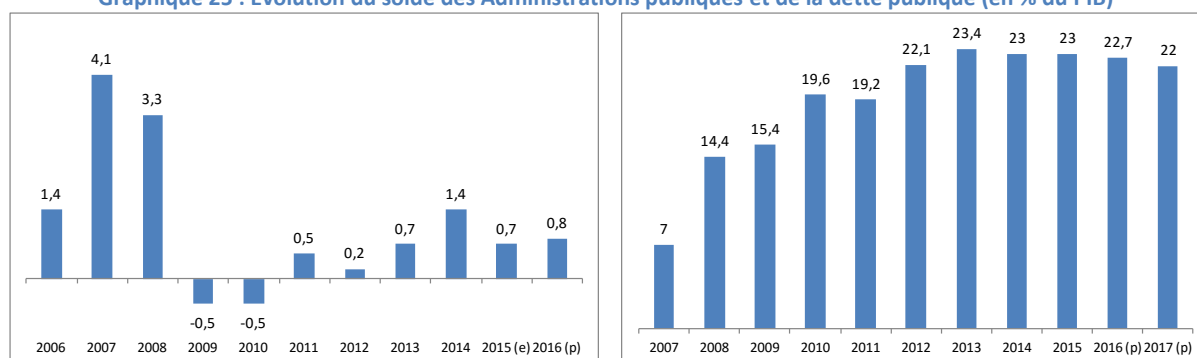
Etat des finances publiques

En 2015, les Administrations publiques ont affiché un solde budgétaire positif, qui a cependant diminué par rapport à l'année précédente. En 2016, elles devraient de nouveau être en excédent et ce, pour la sixième année consécutive (cf. graphique 25).

Sur l'année, il est à noter que la progression des recettes fiscales de l'Etat (+3,8% par rapport à 2014) a été inférieure aux années précédentes (+6,2% en moyenne depuis 2010) - affectée par le recul des recettes de la TVA sur le e-commerce et de celles sur les droits d'accises¹¹⁷. Les pertes ont été partiellement contrebalancées par l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire (IEBT) à charge des ménages, perçu sur tous les revenus professionnels, de remplacement et du patrimoine et par l'augmentation de 2 points de la plupart des taux de TVA. En revanche, grâce au dynamisme du secteur des fonds d'investissement, les revenus tirés de la taxe d'abonnement ont été plus élevés qu'attendu (+19,2%)¹¹⁸.

Au troisième trimestre 2015, la dette publique luxembourgeoise a diminué en termes relatifs, s'établissant à 21,3% du PIB (22,9% au troisième trimestre 2014) et offrant ainsi au pays la **médaille d'argent de la discipline budgétaire de la zone euro**, derrière l'Estonie.

Graphique 25 : Evolution du solde des Administrations publiques et de la dette publique (en % du PIB)



Sources: STATEC, Ameco

Mais cette situation « saine » ne doit pas dissimuler le risque de dérapage « imprévu » dans une petite économie ouverte, très sensible aux soubresauts conjoncturels et aux chocs économiques « importés », difficilement prévisibles et absorbables. Il ne faut pas non plus négliger l'impact budgétaire des défis économiques et sociétaux futurs du Grand-Duché (coûts du vieillissement, dépenses d'éducation, diversification économique, dépenses en investissements, singulièrement en matière de R&D, besoins en infrastructures, problématiques du logement, intégration des travailleurs étrangers comme des migrants, etc.).

¹¹⁷ Voir: STATEC, Conjoncture Flash Janvier 2016

<http://www.statistiques.public.lu/catalogue-publications/conjoncture-flash/2016/PDF-Flash-01-2016.pdf>
Budget de l'Etat pour 2015, « Situation des recettes courantes de l'Etat au 31 décembre 2015.

¹¹⁸ Des recettes et dépenses relatives à 2015 peuvent encore être enregistrées jusqu'en avril 2016. Ainsi, les données relatives à 2015 ne sont pas finalisées.

Situation du marché du travail

Grâce à une activité soutenue et aux nouvelles mesures déployées par l'ADEM¹¹⁹, le marché du travail luxembourgeois poursuit une revitalisation caractérisée par deux dynamiques notables. D'une part, le taux de chômage baisse (6,5% en février 2016, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis janvier 2013). D'autre part, la vigueur de l'emploi total intérieur (+2,6% en 2015) confirme la capacité de l'économie luxembourgeoise à générer des opportunités¹²⁰.

En 2015, le nombre moyen de chômeurs inscrits à l'ADEM a reculé de 2,6% par rapport à 2014, soit la première baisse depuis 2011. Selon les données de février 2016¹²¹, si le nombre de demandeurs d'emploi a diminué de 6% sur un an, les moins de 30 ans, considérés comme particulièrement vulnérables, ont grandement bénéficié de cette baisse (-8,7%). Cette catégorie a bénéficié de mesures comme la Garantie pour la jeunesse¹²², qui semblent déjà porter leurs fruits.

Le chômage partiel, variable moins visible mais tout aussi bien orientée, avec une baisse pour la troisième année consécutive en 2015 (en moyenne 13 entreprises et 875 salariés par mois contre 29 entreprises et 1.800 salariés par mois en 2014), atteste du regain de vitalité sur le front de l'emploi comme de l'activité économique. Aussi, le Comité conjoncturel a-t-il suspendu les mesures « exceptionnelles » mises en oeuvre depuis février 2009¹²³, sauf en cas de chômage partiel de source structurelle (en vigueur jusqu'au 31 décembre 2016).

Outre une conjoncture favorable et les retombées des nouveaux outils pour l'emploi, le renforcement des relations avec les employeurs¹²⁴ permet de mieux sourcer les postes vacants (cf. graphique 27) et donc orienter les demandeurs.

¹¹⁹ La dernière en date est la nouvelle plateforme interactive permettant aux demandeurs d'emploi de déposer leur CV et de consulter les offres disponibles, le « Job board ».

¹²⁰ Les secteurs les plus demandeurs ont été les activités spécialisées et les services de soutien (+6,2% sur un an), particulièrement les agences de travail temporaire (l'intérim se porte, autrement dit, bien) et comptables, et les activités financières et d'assurance (+3,6% sur un an). Cumulées, ces deux secteurs comptent pour 26% de l'emploi salarié et ont été à l'origine de 53,7% des créations nettes sur un an.

Source: <http://www.statistiques.public.lu/fr/actualites/population/travail/2016/03/20160315/20160315.pdf>

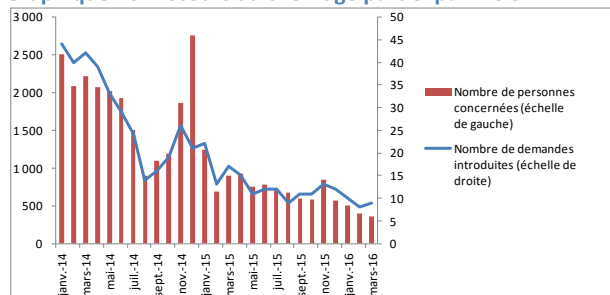
¹²¹ Voir: *ibid*

¹²² Le plan de mise en place de la Garantie pour la jeunesse, présenté le 26 juin 2014, entend lutter contre le chômage des jeunes âgés de moins de 25 ans prévoyant qu'ils ne restent pas plus de quatre mois sans accéder à une offre d'emploi, un complément de formation, un apprentissage ou un stage, en assurant un accompagnement individualisé.

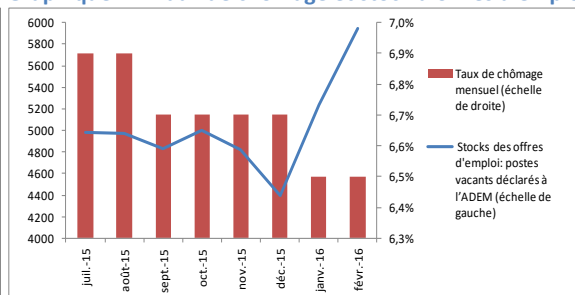
¹²³ Les mesures « normales » incluent un retour à une intervention du Fonds pour l'emploi à compter de la 17^e heure chômée, et cela à raison de 50% du temps de travail normal dans l'entreprise sur une période de 6 mois, suspension de la prise en charge par le Fonds pour l'emploi des cotisations patronales de sécurité sociale sur l'indemnité de compensation en matière de chômage partiel.

¹²⁴ Suite à un accord conclu entre le Gouvernement et l'UEL en janvier 2015 pour renforcer la compétitivité des entreprises, réduire le chômage et pérenniser la croissance, un label « Partenaire pour l'emploi » a été décerné en novembre 2015 aux entreprises établissant une convention de partenariat avec l'ADEM.

Graphique 26: Recours au chômage partiel par mois



Graphique 27: Taux de chômage et stock d'offres d'emploi



Sources: STATEC, ADEM

En revanche d'autres variables peuvent assombrir ces données encourageantes et nourrir l'idée d'un (mal nommé peut-être) « paradoxe luxembourgeois », caractérisé par un chômage élevé (pour le pays), partiellement résorbé depuis la crise, en dépit d'une création d'emplois significative, en majorité pourvus par des frontaliers. Inférieur à 5% jusqu'en 2008, le taux de chômage s'établit, depuis 2012, à plus de 6%. Et ce taux pourrait faire office de plancher pour quelques temps encore (6% prévus en 2016 et 2017).

Par ailleurs, les plus de 50 ans sont ceux qui ont le moins profité de la dernière baisse du chômage (-2,7% sur un an), confirmant la fragilité de cette classe d'âge face à ce phénomène. L'impact des initiatives spécifiquement destinées à ces chômeurs « vulnérables », comme le contrat de réinsertion-emploi et le stage de professionnalisation¹²⁵, entrées en vigueur en janvier 2016, devra être scrupuleusement mesuré¹²⁶, grâce au taux d'embauche et au type de contrat signé à la sortie, pour en apprécier l'efficacité. Ces mesures ne solutionnent, en effet, pas entièrement la question des trappes à l'inactivité... De même, si le nombre de demandeurs d'emploi de longue durée (>12 mois) a diminué sur un an (-4,1%), ils représentent toujours 44,8% du total. En outre, le nombre de chômeurs de très longue durée (>24 mois), lui, est légèrement plus élevé qu'un an auparavant¹²⁷. Enfin, plus de 50% du total des demandeurs d'emploi inscrits sont peu qualifiés (41,8% ont un niveau de formation « inférieur », correspondant à la scolarité obligatoire, et 11,7% un niveau « moyen inférieur », c'est-à-dire 10^{ème} à 11^{ème} de l'enseignement secondaire technique et 4^{ème} et 3^{ème} de l'enseignement secondaire classique). L'inadéquation entre l'offre et la demande de travail sur le territoire national persiste donc. Et les populations fragilisées, se recoupant en partie, risquent de constituer une « armée de réserve » de moins en moins « armée » pour affronter les (r)évolutions du marché du travail...

Enfin, le Luxembourg affermit son rôle de « moteur de l'emploi en Grande Région »... mais par là même sa dépendance à une force de travail dont la disponibilité est étroitement corrélée à sa mobilité. En 2015, près de 50% des emplois créés au Luxembourg ont été pourvus par des travailleurs frontaliers. La nombre de frontaliers français dans l'emploi salarié a augmenté de 5% sur un an au quatrième trimestre 2015, contre 2,3% pour les allemands et les belges. Dans le même

¹²⁵ Ces mesures ciblent les demandeurs d'emploi d'au moins 45 ans, les salariés à capacité de travail réduite (salariés reclassés notamment) et les salariés ayant le statut de salarié handicapé.

¹²⁶ Voir les dispositions dans le code du travail:

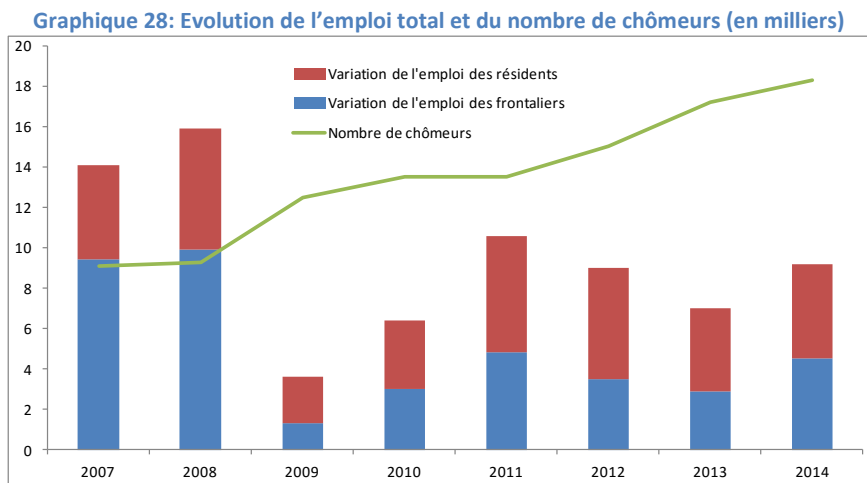
http://www.legilux.public.lu/leg/textescoordonnes/codes/code_travail/Code_du_Travail.pdf p 272 à 274

Texte de loi:

http://www.chd.lu/wps/PA_RoleEtendu/FTSByteServletImpl/?path=/export/exped/sexdpata/Mag/123/506/152025.pdf

¹²⁷ De 5228 personnes en février 2015, il est passé à 5314 en février 2016 et représente près de 30% du total.

temps, la progression du nombre de résidents au Luxembourg dans l'emploi salarié était de 2%¹²⁸. A ce titre, le rétablissement ou, pour le moins, le renforcement des contrôles aux frontières pourrait avoir un impact notable sur la mobilité de cette force de travail indispensable à la bonne marche de l'économie luxembourgeoise.



En considérant les performances luxembourgeoises en matière de croissance économique, de solde budgétaire et de taux de chômage - 3 éléments cruciaux de politique économique - l'année économique 2015 du Luxembourg fut, de nouveau, un très bon cru, meilleur encore que le précédent. Si les premières données de l'année 2016 prédisent une continuité, les sources de rupture potentielles sont néanmoins multiples.

¹²⁸ Cette progression peut se décomposer comme suit: +0,6% du nombre de résidents de nationalité luxembourgeoise, +3% du nombre de résidents communautaires et +7,3% du nombre de résidents non communautaires.
 Voir: <http://www.statistiques.public.lu/fr/actualites/population/travail/2016/03/20160315/20160315.pdf>

3. Tout va très bien, c'est (donc) le moment de parler de risques »!

L'économie luxembourgeoise va objectivement bien! A la question « Dieu est-il encore luxembourgeois? »¹²⁹, les performances économiques récentes du Grand-Duché ont apporté une réponse positive. Les finances publiques sont excédentaires et la dette publique est stabilisée en dessous des 25% du PIB malgré les pertes de recettes en TVA-électronique et la transposition encore partielle du Zukunftspak, le chômage recule, la fin effective du secret bancaire n'a pas eu d'effets « déstabilisants » sur le dynamisme de la place financière, la demande intérieure n'a pas fléchi suite à la hausse de 2 points de TVA, et la croissance aura été proche des 5% en 2015¹³⁰.

Il est également à signaler que de nombreuses « réformes » sont menées ou annoncées. Sans prétendre à l'exhaustivité :

Dans le domaine de l'emploi :

- Introduction de la Garantie jeunesse ;
- Initiative Entreprises partenaires pour l'emploi ;
- Création d'un stage de professionnalisation et d'un contrat de réinsertion emploi à destination des plus de 45 ans ;
- Réforme en cours concernant le cofinancement de la formation professionnelle continue;
- Réforme de la procédure de reclassement ;
- Proposition de mesures en matière de politique d'âges ;

Dans le domaine des prestations sociales :

- Réforme en cours des régimes de préretraite ;
- Introduction d'une subvention loyer ;
- Réforme en cours du congé parental ;
- Réforme en cours des prestations familiales ;

Dans le domaine de la diversification et de l'attractivité économiques :

- Étude stratégique sur la troisième révolution industrielle ;
- Mise en place d'un cadre pour promouvoir l'utilisation future des ressources spatiales ;
- Baisse annoncée de la pression fiscale ;
- Stratégie de Nation branding ;
- Renouvellement (en cours) de trois régimes d'aide du ministère de l'Économie en faveur des entreprises¹³¹ ;
- Création du Luxembourg Future Fund et d'un fonds d'amorçage pour start-ups ICT.

Mais **s'il peut être considéré que l'économie luxembourgeoise** - en pleine (re)modernisation - a tourné le dos à la crise, il n'en demeure pas moins vrai que **plusieurs éléments (dont certains totalement exogènes) pourraient la faire dérailler du sentier de félicité économique retrouvé** ou l'obliger à composer avec des changements radicaux.

¹²⁹ Voir Fondation IDEA, 2015, « 2015 : Ô, des espoirs ! ».

¹³⁰ Et avec un écart de production encore négatif devrait être en 2016 supérieure au taux de croissance potentielle (estimé à 3%).

¹³¹ Régimes de promotion de la recherche, du développement et de l'innovation, d'aide à la protection de l'environnement, d'aide à l'investissement à finalité régionale.

Le « Club des 5 » – risques que le Luxembourg devra (peut-être) affronter!

« Petit pays ouvert », le Luxembourg est très « sensible » aux vents contraires. En ce sens, de nombreux risques en présence (géopolitiques, économiques, technologiques, réglementaires, sociaux) sont de nature à peser sur la « socio-économie » luxembourgeoise. Ces risques (qui concernent à des degrés divers l'ensemble des pays européens) pourraient - s'ils venaient à se matérialiser - avoir des effets significatifs sur les exportations, la démographie, les IDE (investissements directs étrangers), le marché du travail, la cohésion et la protection sociales, les finances publiques ou encore l'attractivité du Luxembourg.

Les risques géopolitiques

- La **menace terroriste** est désormais un élément qui fait partie de la réalité européenne. Si de nouveaux attentats devaient avoir lieu, les mesures qui pourraient en découler (contrôles aux frontières, moratoire concernant Schengen, etc.) pèseraient sur l'activité au Luxembourg - en pénalisant par exemple les déplacements des travailleurs frontaliers.
- Le Royaume-Uni étant un important partenaire commercial du Luxembourg¹³², la question du **BREXIT** revêt une importance capitale pour le Grand-Duché. Parce qu'une sortie du Royaume-Uni de l'UE fragiliserait l'économie britannique et le marché unique, elle affecterait également le Luxembourg. Par ailleurs, un BREXIT, synonyme d'un nouveau cycle de « questionnements » sur la pérennité du projet européen, obligerait le Luxembourg - européen par excellence - à évoluer dans un environnement particulièrement incertain. Enfin, l'hypothèse parfois évoquée de déplacement d'activités (notamment financières) de la City vers la place financière du Grand-Duché en cas de BREXIT souffre de ne pas intégrer les « coûts » (pression à la hausse sur les salaires et les prix, besoin en infrastructures (logements, écoles, routes, etc.)) potentiellement importants pour l'économie luxembourgeoise que pourrait induire un tel transfert.
- Les **sanctions européennes contre la Russie**¹³³ - parce que les accords de Minsk¹³⁴ n'ont pas été intégralement mis en œuvre au 31 décembre 2015 - ont été prolongées jusqu'au mois de juillet 2016. Si la Russie n'est pas un partenaire commercial important du Luxembourg (moins de 1% des exportations luxembourgeoises sont à destination de la Russie), ces sanctions (et les contre-sanctions russes) pénalisent certains de ses principaux partenaires commerciaux (Allemagne, France, Belgique), et donc indirectement le Luxembourg. Aussi, compte tenu des liens financiers étroits entre le Luxembourg et la Russie¹³⁵, les difficultés russes (et la chute du rouble) peuvent engendrer des contre-performances pour certains agents résidents. Plus inquiétant, une éventuelle reconduite des sanctions en juillet pourrait renforcer les sentiments anti-européens en Russie et déboucher sur des « représailles » dont la teneur et les conséquences sont difficiles à apprécier *a priori*, mais dont on peut supposer qu'elles pourraient s'accompagner d'effets négatifs pour l'économie luxembourgeoise.

¹³² 5ème pays de destination des exportations luxembourgeoises de biens, et 2ème pays de destination des exportations de services.

¹³³ Voir : http://europa.eu/newsroom/highlights/special-coverage/eu_sanctions/index_fr.htm#5

¹³⁴ Voir : <http://www.elysee.fr/declarations/article/ensemble-de-mesures-en-vue-de-l-application-des-accords-de-minsk/>

¹³⁵ En 2012, 50% des flux d'IDE vers la Russie en provenance de l'UE provenaient du Luxembourg.

Les risques technologiques

- Le **numérique** modifie profondément les structures économiques. S'il génère des opportunités, il pose également des défis de taille. Certes, le Luxembourg semble - compte tenu du niveau élevé des rémunérations, de la généralisation de la protection sociale, de sa taille restreinte – encore relativement épargné contre les « disruptions » les plus avancées permises par l'économie numérique en matière de transport (Uber, covoiturage, etc.) ou de location saisonnière (Airbnb, etc.). Néanmoins, une partie du secteur financier (25% de la valeur ajoutée totale) est déjà sous pression à cause des possibilités offertes par la digitalisation et l'essor des fintechs (dont il est encore impossible de savoir s'ils seront complémentaires ou concurrents des services financiers « traditionnels »). A terme, parce que le champ de services permis par les fintechs s'élargit de façon constante (paiements, prêts, placements, conseils, échanges, contrôle de risque, etc.), c'est l'ensemble de la place financière qui pourrait être « fintech-isé »¹³⁶. La conséquence d'une telle évolution pourrait être une moindre demande d'emplois émanant du secteur financier¹³⁷ - puisque les fintechs sont moins intensives en travail et reposent pour partie sur le travail gratuit fourni par les utilisateurs (*digital labor*)¹³⁸. Une autre conséquence possible de la digitalisation financière croissante est de voir apparaître au Luxembourg une bulle spéculative fintech. Avec la « peur de la disruption », il ne peut être exclu que les entreprises financières de la place se lanceront dans une course à l'acquisition du futur « Uber de la finance » qui pourrait donner lieu, dans un monde où la liquidité est abondante et les taux d'intérêt bas, à une vague d'achats de start-ups financières à des prix surévalués.
- La **troisième révolution industrielle** - qui combine notamment internet des objets, impression 3D, big data, transformation du réseau électrique, nanotechnologies, développement de la robotique, mobilité intelligente - devrait déboucher sur des fonctionnalités inédites (intelligence artificielle, numérisation, stockage de l'énergie, automatisation de tâches complexes, etc.). Certaines études¹³⁹ indiquent que la rapidité des changements induits tranche avec les révolutions industrielles précédentes et que la destruction créatrice généralement observée laisserait place à une création destructrice. Il est ainsi estimé qu'au Luxembourg, 52% des emplois résidents actuels pourraient être « menacés » par le progrès technologique et pourraient disparaître¹⁴⁰ dans les deux prochaines décennies. S'il s'agit d'un extrême faiblement probable, la troisième révolution industrielle pourrait tout de même remettre en cause le « modèle luxembourgeois » basé sur le salariat et la multiplication des emplois, et obliger à une refonte de la protection sociale et du droit du travail.

¹³⁶ Voir à ce sujet les possibilités offertes par la blockchain : <http://www.pwc.lu/en/fintech/docs/pwc-fintech-qa-whats-next-for-blockchain-2016.pdf>.

¹³⁷ Selon un rapport de Citygroup, les banques pourraient devoir se séparer de 30% de leur effectif dans les 10 prochaines années à cause de l'essor des Fintech. Voir :

<https://ir.citi.com/SEBhgbdvxs95HWZMmFbjGiU%2FydQ9kbvEbHiruHR%2Fle%2F2Wza4cRvOQUNX8GBWVsV>

¹³⁸ Les *digital labor* sont les utilisateurs des plateformes numériques et qui, de par leur usage, fournissent aux plateformes gratuitement des données pourtant monétisables.

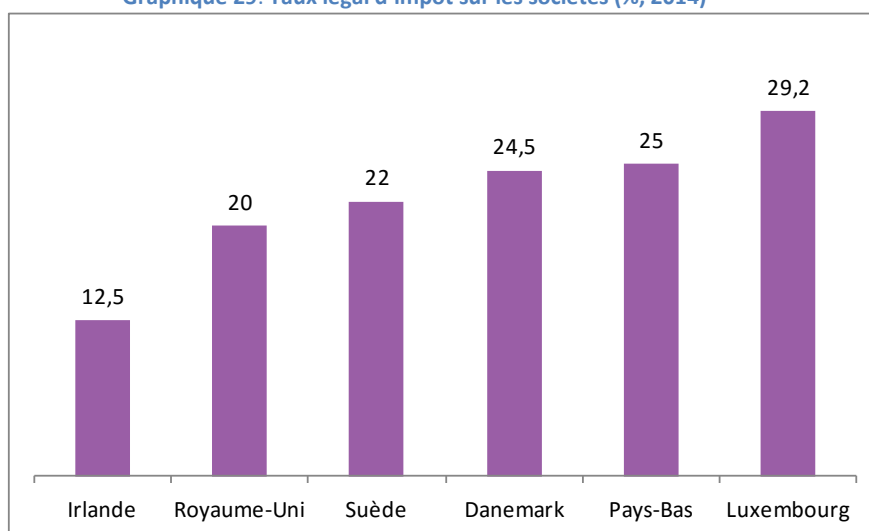
¹³⁹ Voir : <https://www.citivelocity.com/citigps/ReportSeries.action?recordId=49&src=Home>.

¹⁴⁰ Voir : https://ing.lu/web/ucmintercons/groups/public/documents/web_content_files/news_20151014_robot_fr.pdf.

Les risques réglementaires

Avec les projets BEPS¹⁴¹, ACCIS¹⁴², ou l'échange automatique et obligatoire des décisions fiscales anticipées en matière transfrontière et des accords préalables en matière de prix de transfert, l'heure est à la **coopération et à la transparence en matière de fiscalité des entreprises**. De par l'importance des entreprises à capitaux étrangers au Luxembourg (en termes de dépenses en R&D, d'exportations, de création d'emplois, etc.), ces modifications du régime fiscal international pourraient avoir un impact significatif sur l'ensemble de l'économie, notamment si elles permettaient des exceptions (pour le Royaume-Uni, les Etats-Unis, ou la Suisse par exemple) et ne consacraient donc pas le « *level playing field* ». De plus, ce mouvement de transparence devrait renforcer la concurrence fiscale internationale et consacrer le modèle de taxation basé sur des taux plus faibles et une base plus large. Dans ce nouvel environnement, le Luxembourg - dont la pratique de taxation des entreprises combine taux plus élevé et base plus réduite - risque de devoir modifier sa doctrine. Cette modification pourrait avoir des coûts d'opportunité élevés puisque les recettes tirées de l'impôt sur les sociétés y représentent entre 4% et 5% du PIB et sont très concentrées sur un nombre restreint d'entreprises et de secteurs.

Graphique 29: Taux légal d'impôt sur les sociétés (% , 2014)



Source : Eurostat

En outre, « les obligations d'échanges d'informations fiscales » pourraient engendrer des coûts de mise en conformité potentiellement élevés pour les finances publiques et pour les entreprises¹⁴³. Enfin, peut-être qu'à la coopération fiscale succédera - dans un horizon proche - l'obligation d'harmonisation ou de convergence ; alors, le Luxembourg avec des engagements d'IDE¹⁴⁴ (majoritairement détenus par des EVS¹⁴⁵) qui représentent jusqu'à 4.000% du PIB pourrait perdre en attractivité pour les structurations des investissements internationaux avec des conséquences

¹⁴¹ Erosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices.

¹⁴² Assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés.

¹⁴³ Le coût de la mise en conformité supporté par le secteur financier luxembourgeois a été de 382 millions d'euros en 2013.

¹⁴⁴ Investissements directs étrangers.

¹⁴⁵ Entités à vocation spéciale; voir <http://www.statistiques.public.lu/catalogue-publications/regards/2013/PDF-02-2013.pdf>.

négatives sur les recettes fiscales et les emplois - directs et indirects - générés par ce pilier de la place financière.

Les risques sociaux et sociétaux

- Avec des taux de risque de pauvreté, mais surtout de privation matérielle sévère et de chômage parmi les plus faibles de l'Union européenne, une espérance de vie (à la naissance, à la retraite, en bonne santé) élevée, des niveaux de pensions confortables, le Luxembourg affiche d'excellentes performances en termes de bien-être de la population résidente. Mais son **système de protection sociale** généreux - axé autour de trois piliers - sécurité sociale, assistance sociale, aide sociale - doit faire face à des risques qui connaissent des mutations (hausse de la dépendance, maladies en lien avec l'environnement ou l'alimentation, trappe à inactivité induite par les prestations sociales, allongement de l'espérance de vie, etc.), composer avec l'évolution des mœurs (divorces, familles monoparentales, baisse du taux de nuptialité, hausse du taux d'emploi des femmes, prolongement des études, etc.), et connaîtra des défis financiers croissants (coûts grandissants de la santé, de l'éducation, des pensions, voire du chômage en cas de hausse continue du taux de chômage structurel). Cela l'obligera probablement à dépasser le modèle actuel de protection sociale qui indemnise, secourt, répare, offre des revenus de remplacements, et est largement financée par l'Etat¹⁴⁶, au profit d'un système de protection sociale davantage soutenu par l'auto-assurance¹⁴⁷, la prévention (dépistage, sport, incitations pour une alimentation de qualité, etc.), financé par une plus grande quote-part des cotisations sociales et des recettes fiscales affectées à la protection sociale¹⁴⁸ (taxation du vice (cigarettes, alcool, produits gras, etc.)), voire par des sources de revenus atypiques (contrat à impact social¹⁴⁹, etc.). Ces transformations ne se feront toutefois pas sans heurts car elles risquent d'être vécues comme une dé-publicisation de la protection sociale¹⁵⁰, comme facteurs d'aggravation des inégalités intergénérationnelles et sociales, ou comme une remise en cause de l'Etat providence avec la moindre imbrication entre l'Etat et la Sécurité sociale qui en résulterait.
- Aussi, le degré d'ouverture et l'exigence de productivité de l'économie luxembourgeoise (compte tenu du niveau de vie) risquent de fragmenter la population résidente entre **compétitifs** (souvent des résidents étrangers disposant de diplômes d'études supérieures et travaillant dans des secteurs hautement productifs (finance, TIC, assurance, industrie de pointe, etc.)), **protégés** (fonctionnaires ou retraités ayant bénéficié d'un *repas gratuit*¹⁵¹), **précaires** (résidents faiblement qualifiés et en compétition pour des emplois rémunérés au voisinage du salaire social minimum avec des frontaliers davantage qualifiés et subissant de plein fouet les mutations du marché du travail induites par l'économie numérique), et **exclus**

¹⁴⁶ Premier contributeur au financement de la protection sociale avec une participation qui représente près de 50% des recettes (en incluant les cotisations sociales payées par l'Etat).

¹⁴⁷ C'est d'ailleurs le sens des incitations fiscales pour l'assurance prévoyance-vieillesse, l'épargne logement, les cotisations d'assurances, les cotisations de sécurité sociale complémentaire, etc.

¹⁴⁸ L'introduction avortée d'une cotisation pour l'avenir des enfants, les propositions de l'UEL (Union des entreprises luxembourgeoises) sur le financement de la CNS (Caisse nationale de santé) ou de l'Etat sur son taux de contribution à la Mutualité des employeurs, la hausse programmée du taux de cotisation pour les pensions, sont autant de tentatives dans ce sens.

¹⁴⁹ Voir: <http://www.economie.gouv.fr/economie/lancement-lappel-a-projets-interministeriel-contrat-a-impact-social-par-martine-pinville>.

¹⁵⁰ Voir par exemple l'Avis de la Chambre des Salariés concernant les Sociétés d'impact sociétal.

¹⁵¹ Actifs durant les 20 splendides (milieu des années 1980 à 2007), propriétaires au moment où l'immobilier était encore abordable, disposant de droits acquis avantageux, etc.

(jeunes en situation d'échec scolaire, demandeurs d'emploi à capacité de travail réduite, demandeurs d'emploi seniors et/ou de longue durée, réfugiés, etc.).

- Par ailleurs, la **crise des migrants** en cours (et qui pourrait se poursuivre avec l'anticipation de la persistance de conflits dans le monde) risque d'intensifier les tensions sur les dépenses publiques, sur le marché du logement et sur la cohésion sociale. Il faudra du temps et des efforts (en plus de l'acceptation par la population) pour l'intégration complète et réussie des migrants à la communauté nationale compte tenu des traumatismes qui sont les leurs, des différences culturelles, et de leur niveau de qualifications¹⁵². Par ailleurs, si l'effet global de l'arrivée des migrants fuyant la guerre sur le chômage devrait être limité, une compétition plus vive sur le marché du travail pour des immigrés arrivés antérieurement (en provenance de pays tiers ou de pays européens à faibles revenus) pourrait en résulter, attisant des tensions communautaires.

¹⁵² A priori faible.

Les risques économiques

- Si le Gouvernement grec est « rentré dans le rang », la question du **GREXIT** est pour le moment écartée sans pour autant avoir été définitivement réglée. La Grèce continue de dépendre grandement des prêts « bonifiés » de ses partenaires de la zone euro, sa dette publique demeure insoutenable, et son économie est toujours en convalescence. Le feuilleton GREXIT (avec tout ce que cela implique pour la zone euro et pour le Luxembourg (pertes budgétaires, effets d'entraînement sur la stabilité du secteur financier, baisse de la confiance des consommateurs, etc.)¹⁵³ ne manquera donc probablement pas de revenir à court/moyen terme. Le contexte pré-électoral dans de nombreux pays européens et l'importance de la Grèce dans la gestion de la crise des migrants constituent à cet égard des éléments qui risquent de peser sur les négociations.
- L'économie mondiale demeure dans une situation d'équilibre instable. **L'alignement des astres** (euro faible, taux d'intérêt bas, matières premières bon marché) n'opère plus vraiment dans la zone euro et **cède progressivement la place à un trio infernal** (risque de déflation, reprise fragile, marges de manœuvre des politiques publiques réduites), le cycle d'expansion ralentit aux Etats-Unis, les pays émergents exportateurs de matières premières sont sous pression, la transition vers un « new normal » économique en Chine peut inquiéter, le haut niveau d'endettement (public et privé) dans de nombreux pays fait craindre le pire, et la faiblesse des gains de productivité questionne quant aux possibilités de redressement de la croissance potentielle. La « reprise » est donc fragile et pourrait - compte tenu des déséquilibres en présence (bulles d'endettement, probable bulle des valeurs technologiques, excès de liquidité, niveau anormalement élevé des prix immobiliers dans de nombreux pays, volatilité sur les marchés financiers, absence de coordination internationale des politiques monétaires, etc.) - laisser place à une **nouvelle crise** (des pays émergents, des marchés financiers, de l'immobilier, des investisseurs institutionnels). L'économie luxembourgeoise pourrait en pâtir par les différents canaux habituels (effets de commerce extérieur négatifs, difficultés pour les ménages endettés à taux variable en cas de hausse brutale des taux d'intérêt, difficultés pour le secteur financier, moindres investissements des entreprises et hausse de l'épargne de précaution des ménages, choc de productivité négatif, etc.).
- La réforme fiscale luxembourgeoise aura réussi l'exploit de distribuer du pouvoir d'achat supplémentaire à quasiment tous les ménages¹⁵⁴ (cf. infra) (et de manière procyclique), ce qui devrait alimenter la demande intérieure. Toutefois, des dépenses publiques exceptionnelles (dépenses de sécurité en rapport avec la menace terroriste, etc.), mal anticipées (impact de l'indexation et de la revalorisation des bourses d'études et des prestations familiales, coût de la subvention de loyer, éventuel surcoût lié au tram, etc.), ou des recettes moins performantes qu'attendues pourraient déboucher sur une moins bonne tenue que prévue **des finances publiques** (alors que le gouvernement s'est privé d'une

¹⁵³ Voir : IDEA, 2015, « La zone euro: encore un machin, bientôt une machine? ».

¹⁵⁴ Cette hausse du pouvoir d'achat des ménages peut, dans un contexte de faible inflation et de niveau de chômage relativement bas, être considérée comme une baisse des coûts pour les entreprises.

marge de manœuvre de l'ordre de 500 millions d'euros¹⁵⁵). Dans ces conditions, l'OMT¹⁵⁶ pourrait être revu à la baisse, ce qui pourrait être interprété comme un signe avant-coureur d'un futur et deuxième Zukunftspak (hausse des impôts et baisse de dépenses publiques). En conséquence, entreprises et ménages pourraient adopter un **comportement ricardien** et épargner les économies permises par la réforme fiscale (au lieu de consommer et d'investir), un choix qui viendrait alimenter le dérapage budgétaire.

¹⁵⁵ Coût estimé de la réforme fiscale.

¹⁵⁶ Objectif budgétaire à moyen terme.

4. Réforme fiscale : un concept « à la com' » ?

Qu'entend-on au juste par réforme fiscale ?

Il n'y a pas de définition arrêtée du concept de « réforme fiscale » car **chacun en attend, suivant sa position** (jeune, retraité, locataire, chef d'entreprise, salarié, propriétaire, célibataire, couple marié, organisation patronale, syndicat de salariés, libéral, socialiste, écologiste, communiste, etc.), **un contenu différent**. On considère cependant généralement que la fiscalité (et donc que toute réforme fiscale) doit permettre de concourir à l'atteinte quatre objectifs : financer les dépenses publiques (**objectif de rendement**), redistribuer les revenus (**objectif d'équité**), orienter les agents économiques (**objectif de correction des défaillances de marché**), attirer des activités et des actifs sur le territoire (**objectif d'attractivité**). Parce que ces quatre objectifs interagissent, une réforme fiscale devrait permettre de tendre vers un système fiscal incitatif, progressif, tout en ne taxant pas trop les facteurs les plus mobiles.

Dans la période récente, les réformes fiscales (marquantes¹⁵⁷) ont combiné transfert de la charge de la protection sociale des entreprises vers les ménages (afin de favoriser la compétitivité des entreprises), chasse aux dépenses fiscales¹⁵⁸ (afin de simplifier le cadre fiscal et de le rendre plus lisible), et réduction de la pression fiscale (afin de favoriser l'emploi des moins qualifiés, d'augmenter la compétitivité, etc.).

Pourquoi l'idée d'une grande réforme fiscale au Luxembourg est-elle un vœu pieux ?

Après des mois de déclaration d'intention, d'idées-test, et de réponses sibyllines à des questions parlementaires¹⁵⁹, les grandes lignes de la « réforme fiscale luxembourgeoise » ont été présentées le 29 février 2016¹⁶⁰. Contrairement à ce qui pouvait être espéré (ou craint), **cette réforme fiscale n'a rien d'une « révolution copernicienne »**. Elle est, dans sa conception - à l'image de la réforme fiscale de 2002 ou des paquets de mesures adoptés en 2010 et 2012 - un ensemble de mesures concernant principalement les taux de taxation et les dépenses fiscales, sans modification importante du niveau et de la structure des prélèvements obligatoires. Elle a d'ailleurs été timidement accueillie par les différents partenaires sociaux qui, tout en reconnaissant que « la réforme comportait des pas dans la bonne direction », ont déploré, quasi-unaniment, qu'elle n'aille pas assez loin.

En réalité, si les mesures fiscales proposées ne sont pas optimales d'un point de vue théorique et économique (cf. infra), **une « grande » réforme fiscale¹⁶¹ n'est que difficilement envisageable, voire n'est pas forcément souhaitable, au Luxembourg.**

Tout d'abord, compte tenu de la succession de mesures fiscales prises depuis la crise (paquet de mesures en 2010 et 2012, Zukunftspak en 2014), une réforme fiscale d'envergure **pourrait être**

¹⁵⁷ Voir : http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/economic_reforms/taxation_reforms_database

¹⁵⁸ Différentes dispositions (abattement, crédit d'impôt, taux réduit, etc.) qui ont pour but d'accorder des allègements fiscaux à des groupes déterminés de particuliers ou d'entreprises ou à l'égard de certaines activités.

¹⁵⁹ Échanges réguliers en 2015 entre le Ministre des finances et les Députés Roth et Aedem.

¹⁶⁰ Voir : <http://www.reforme-fiscale.public.lu/fr/index.html>.

¹⁶¹ Choc de compétitivité avec une forte réduction des cotisations et impôts des entreprises, choc de pouvoir d'achat avec forte baisse de la fiscalité sur les salaires et hausse de la taxation du capital, élargissement de l'assiette de la fiscalité environnementale ou pour la consommation, hausse significative de la taxation immobilière, moindre dépendance de la protection sociale vis-à-vis de l'Etat, etc.

vécue comme un « choc » et une atteinte à la préférence luxembourgeoise pour la stabilité¹⁶². Il pourrait même en résulter des effets pervers (sortie de capitaux, hausse de l'aversion au risque, hausse de l'épargne de précaution, etc.). Ensuite, puisque **l'économie du Luxembourg est en haut de cycle (croissance de près de 5% en 2015, bonne tenue du marché du travail, haut niveau d'épargne des résidents, etc.), **la valeur ajoutée potentielle d'une réforme globale est de facto réduite**. Aussi, la politique fiscale luxembourgeoise doit composer avec **le cadre européen et ses émanations au Luxembourg¹⁶³, les exigences des partenaires sociaux, et la rigidité à la baisse des dépenses publiques¹⁶⁴** qui lui enlèvent des degrés de liberté. Enfin, **certaines spécificités socio-fiscales du Luxembourg** (importance des recettes tirées des accises et de la TVA payées par des consommateurs non résidents, indexation des salaires (et de certaines prestations sociales), importance des recettes tirées de l'impôt sur les sociétés, importance de l'Etat dans le financement de la protection sociale, etc.) **concourent à rendre difficile le remodelage du système fiscal actuel**.**

¹⁶² « Nous voulons rester ce que nous sommes » !.

¹⁶³ Pacte budgétaire, règle d'or, CNFP, échange automatique de rulings, stricte encadrement des aides d'Etat, etc.

¹⁶⁴ Compte tenu du niveau d'exigence des agents économiques (ménages et entreprises) en services publics (infrastructures, prestations sociales, subventions, éducation, etc.).

5. Quelques commentaires sur le projet de réforme fiscale présenté le 29 février 2016

Le Gouvernement a présenté le 29 février 2016 « sa » réforme fiscale¹⁶⁵ qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2017. « Équité, durabilité et compétitivité » sont les maîtres mots et principaux objectifs de cette réforme qui entend renforcer le pouvoir d'achat des ménages, faciliter l'accès au logement, renforcer la compétitivité des entreprises et rendre plus « écologique » le parc automobile national. La présente section examine dans quelle mesure les « changements » introduits permettent d'atteindre les objectifs communiqués¹⁶⁶!

De l'équité

Le juste traitement fiscal est une notion subjective et difficile à « mesurer » compte tenu de la multiplication possible des sources de revenus, des nombreuses possibilités de déductions fiscales, et du jeu des transferts sociaux. En fiscalité, on considère cependant généralement l'équité (verticale) comme le fait pour les personnes bénéficiant de revenus plus élevés de devoir payer une plus forte proportion de leurs revenus en impôts (principe de progressivité).

La poursuite de l'équité dans la réforme fiscale envisagée au Luxembourg est matérialisée par un ensemble de mesures¹⁶⁷ visant (notamment) « dans un esprit de solidarité, à faire contribuer davantage ceux disposant des revenus les plus importants, avec une nouvelle tranche d'imposition de 41% à partir d'un revenu annuel de 150.000 euros et de 42% (taux maximal) à partir de 200.000 euros » et « un renforcement du pouvoir d'achat des ménages à revenus modestes et moyens ».

En considérant l'ensemble des impôts¹⁶⁸ à payer nets des principaux crédits d'impôt ou abattements¹⁶⁹, il ressort (en comparant la situation post réforme 2017 à celle prévalant en 2016) que **le taux moyen de taxation¹⁷⁰ pour un célibataire (classe 1) sera en baisse jusqu'à un revenu brut de 292.000 euros par an¹⁷¹**. Puisque de nombreuses dispositions en faveur du pouvoir d'achat (abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire (IEBT), moindre imposition des premières tranches, etc.) profitent également aux hauts revenus, **le pouvoir d'achat augmentera pour les revenus modestes, mais également pour des revenus plus élevés en dépit de l'instauration de deux nouveaux taux marginaux et de la dégressivité envisagée du crédit d'impôt pour salariés.**

¹⁶⁵ Qui sera davantage détaillée lors du prochain discours sur l'état de la Nation.

¹⁶⁶ Sachant que le but n'est pas de faire un jugement de valeur sur le bien-fondé de ces objectifs, mais simplement de mesurer, aussi objectivement que possible, s'ils sont atteints.

¹⁶⁷ Abolition de l'impôt budgétaire d'équilibre temporaire, crédit d'impôt ciblé en fonction du revenu, révision du barème d'imposition et (notamment) ajout de 2 nouvelles tranches d'impôt.

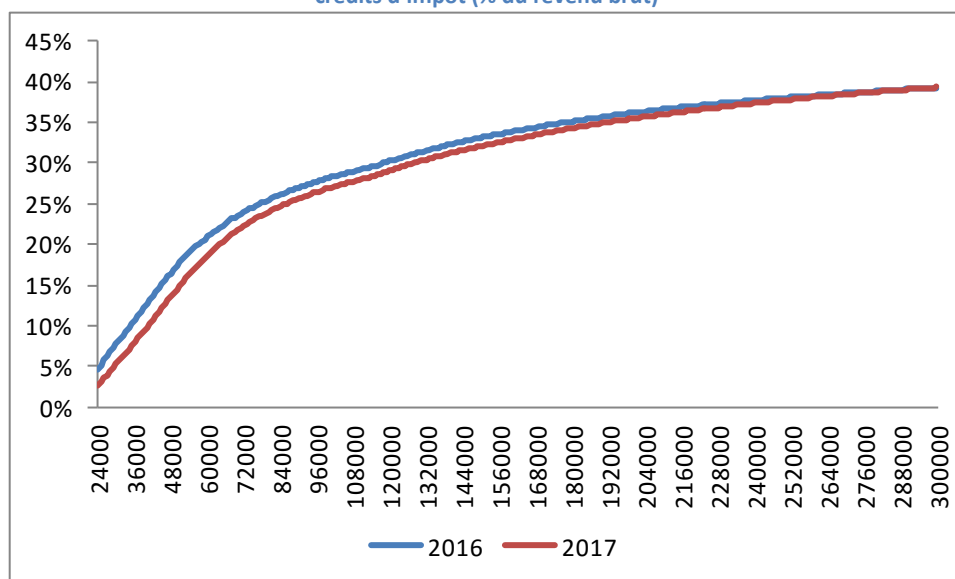
¹⁶⁸ Impôt sur le revenu, IEBT, impôt de solidarité, cotisation dépendance.

¹⁶⁹ Minimum forfaitaire pour frais d'obtention, frais de déplacement de 396 euros par hypothèse, crédit d'impôt pour salariés.

¹⁷⁰ Le taux moyen de taxation rapporte le total des impôts payés au salaire brut (y compris cotisations salariées).

¹⁷¹ Correspondant à un revenu imposable ajusté de 278.300 euros.

Graphique 30: **Taux moyens d'imposition (classe 1), avec contribution dépendance, impôt de solidarité, IEBT (en 2016) et crédits d'impôt (% du revenu brut)**



Sources : Administration des contributions directes, calculs IDEA

A l'aune de l'évolution prévisible des taux moyens de taxation, le caractère équitable de la réforme semble relativement invalidé. En réalité, cela relève surtout du caractère « déjà largement redistributif¹⁷²» de l'actuel système fiscal en place. Au Luxembourg, la partie du revenu non imposée est très élevée, le taux d'entrée dans l'impôt sur le revenu est faible, et 5% des ménages paient (déjà) 50% de l'impôt sur le revenu. Dans ces conditions, les possibilités d'amélioration de l'équité verticale sont forcément réduites.

Tableau 2: **Comparaison des revenus exonérés et des taux d'entrée dans l'impôt au sein de l'UE (1^{er} janvier 2016)**

	Minimum exonéré	Taux d'entrée dans l'impôt
Luxembourg	11.265 €	8%
Allemagne	8.354 €	14%
France	9.700 €	14%
Belgique	7.090 €	25%

Source : Commission européenne

¹⁷² Source : STATEC, 2014, « Le système socio-fiscal luxembourgeois est tel que les 40% des ménages les plus aisés contribuent au revenu des 60% restant ».

Encadré 6: Une réforme sensible (sans cibles ?)

Soit trois « ressortissants » de la classe 1 gagnant un salaire brut de respectivement 2.000, 4.000 et 12.500 euros par mois.

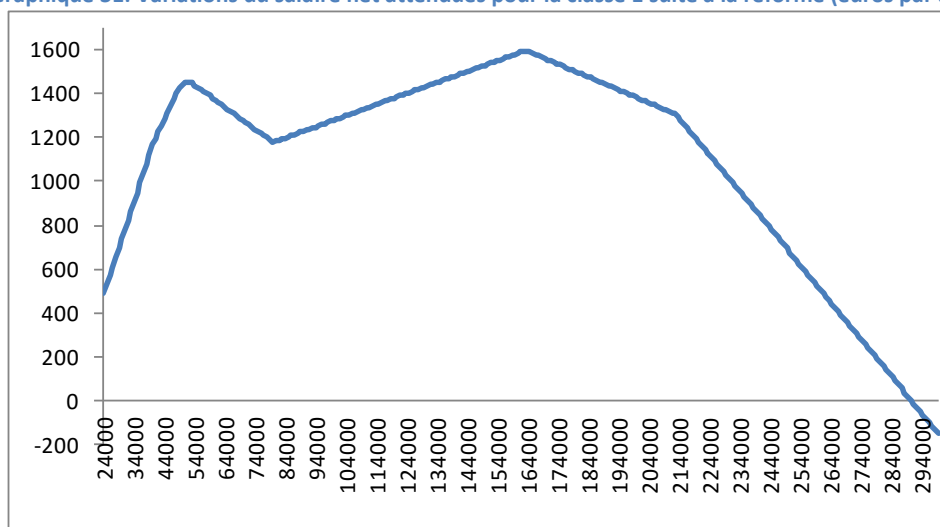
Dans le premier de ces « cas-type », le contribuable gagne à peine plus que le salaire social minimum « non qualifié » (1.923 euros par mois). Son taux moyen d'imposition total va passer de 4,6 à 2,6%. Son fardeau fiscal va certes reculer de quelque 44%, mais le gain absolu par rapport à la période pré-réforme va se limiter à 488 euros annuels (40 euros par mois).

Dans le deuxième cas-type, plus proche des conditions de vie médianes¹⁷³, il gagne 4.000 euros par mois, soit 48.000 euros par an. Le taux moyen d'imposition va dans ce cas passer de 16,5 à 13,6% du salaire brut suite à la réforme. Le gain annuel va alors se chiffrer à 1.401 euros (116 euros par mois).

Enfin, une personne gagnant 12.500 euros bruts par mois (soit 150.000 par an) supportera une taxation moyenne globale de 32,1%, contre 33,1% avant la réforme. Au total, elle va se retrouver avec 1.529 euros de plus par an (127 euros par mois).

Le graphique suivant généralise ces observations (jusqu'à un salaire annuel de 300.000 euros correspondant à une imposition supplémentaire de 148 euros par an¹⁷⁴). Curieusement, le gain net associé à la réforme fiscale est tout sauf « régulier » : au lieu d'un lent déclin de l'avantage absolu, on observe une trajectoire un peu chaotique, hérissée de multiples « bosses », souvent liées à un « effet IEBT ».

Graphique 31: Variations du salaire net attendues pour la classe 1 suite à la réforme (euros par an)



Sources : Administration des contributions directes, calculs IDEA

Sur base notamment de la ventilation des contribuables figurant dans le rapport CES sur la fiscalité¹⁷⁵, il ressort que la réforme n'aurait que peu d'effet sur la concentration des revenus nets¹⁷⁶.

¹⁷³ D'après le Rapport travail et cohésion sociale 2015 du STATEC, le revenu disponible (y compris d'autres revenus que le salaire, les transferts sociaux par exemple) mensuel médian par unité de consommation était en 2014 de 2.984 euros par mois, correspondant peu ou prou à 4.000 euros avant impôts et cotisations sociales personnelles. Lien: <http://www.statistiques.public.lu/catalogue-publications/cahiers-economiques/2015/PDF-Cahier-120-2015.pdf>.

¹⁷⁴ Qui pourra être facilement effacé (grâce à l'abattement pour l'assurance prévoyance vieillesse par exemple).

¹⁷⁵ CES, 30 novembre 2015, Analyses des données fiscales au Luxembourg, Lien: <http://www.ces.public.lu/fr/actualites/2015/11/fiscalite/index.html>.

En limitant le calcul - pour des raisons de disponibilité des données - aux résidents appartenant à la classe d'imposition 1, l'indicateur de Gini correspondant¹⁷⁷ passerait de 0,375 à 0,373.

¹⁷⁶ Il s'agit du revenu net après impôts mais avant transferts sociaux. Il est égal au salaire annuel brut diminué des cotisations sociales, de la contribution dépendance, de l'IEBT et de l'impôt de base (y compris l'impôt de solidarité et le crédit d'impôt pour salariés).

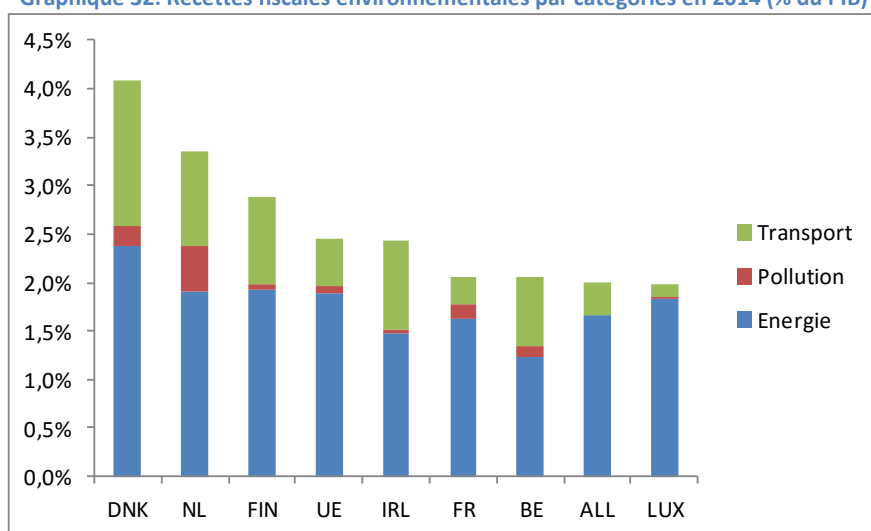
¹⁷⁷ Pour rappel, l'indicateur de Gini est égal à 0 dans une situation parfaitement égalitaire et à 1 dans la situation inverse d'une extrême concentration des revenus – une seule personne monopolisant ces derniers.

De la durabilité

L'aspect « durabilité » dans le projet de réforme fiscale se résume à deux mesures d'incitation en faveur de la mobilité respectueuse de l'environnement : des nouveaux abattements pour les engins mobiles zéro émission (voitures et vélos), et un traitement fiscal des voitures de fonction différencié suivant leurs émissions de CO₂. **Ces mesures, en ligne avec la volonté d'« écologiser » le parc automobile luxembourgeois¹⁷⁸, peuvent sembler en partie incohérentes avec la suppression récente de la prime Car-e d'un montant de 5.000 euros pour les voitures propulsées exclusivement par un moteur électrique et d'un montant de 1.000 euros pour les quadricycles électriques¹⁷⁹.**

Par ailleurs, les recettes fiscales supplémentaires (avec le traitement plus défavorable des véhicules de fonction polluants) devraient être minimales et ne parviendront pas à réorienter la structure des prélèvements vers une plus forte fiscalité environnementale.

Graphique 32: Recettes fiscales environnementales par catégories en 2014 (% du PIB)



Source : Eurostat

Rendre la fiscalité luxembourgeoise plus écologique ne garantit cependant en rien l'apparition du « double dividende¹⁸⁰ » traditionnellement attendu de ce genre de réforme, et pourrait même nuire à la compétitivité ou engendrer des pertes de recettes si les mesures envisagées concernaient une augmentation de la taxation sur le carburant¹⁸¹ - vendu notamment aux non-résidents. Néanmoins, la relative faiblesse des taxes sur le transport¹⁸² et la pollution¹⁸³ (qui ne représentent que 7% des taxes environnementales) - alors que le taux de motorisation est très élevé au

¹⁷⁸ Le Luxembourg s'est donné pour objectif qu'environ 10 % des voitures du parc automobile (40.000 voitures) soient des véhicules électriques en 2020.

¹⁷⁹ À cette occasion le secrétaire d'État au Développement durable et aux Infrastructures (Camille Gira) avait déclaré : « En ces temps de crise, nous ne pouvons plus continuer à dépenser de l'argent de la sorte, d'autant plus que les voitures électriques sont en train de s'installer sur le marché et n'ont plus vraiment besoin d'un coup de pouce », cité dans le Wort, voir : <http://www.wort.lu/fr/luxembourg/la-prime-car-e-s-arretera-en-2015-52aaf0d5e4b06cb1dcf1b67c>.

¹⁸⁰ Amélioration de la qualité de l'environnement et un bénéfice social (emploi ou autre).

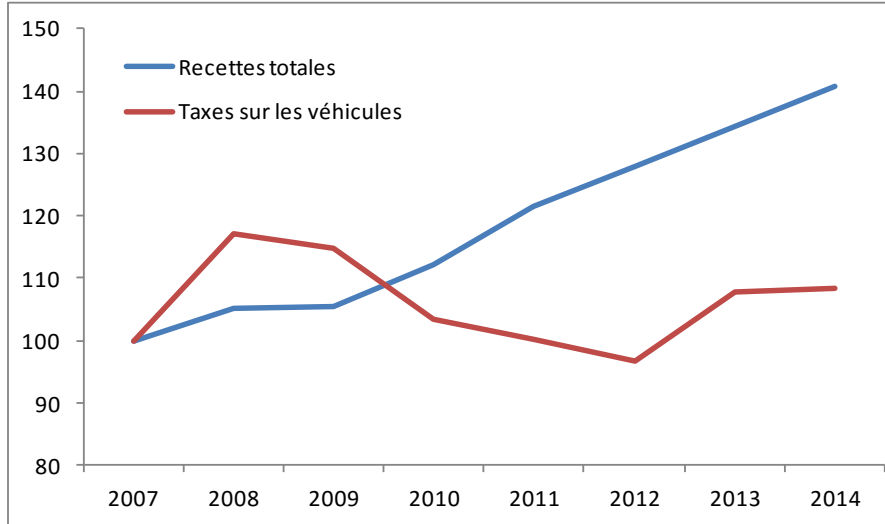
¹⁸¹ Comme il est régulièrement recommandé par l'OCDE.

¹⁸² Taxes sur les véhicules routiers, etc.

¹⁸³ Prélèvements de déchets, prélèvement d'eau et rejet des eaux usées, etc.

Luxembourg¹⁸⁴, que plus de 90% des travailleurs frontaliers utilisent leur voiture pour venir y travailler, et qu'un habitant du Luxembourg produit 30% de déchets de plus que la moyenne de l'UE - laisse supposer l'existence de marges de manœuvre encore inexploitées en termes de taxation environnementale.

Graphique 33: Evolution des recettes fiscales totales et des recettes de la taxe sur les véhicules (2007 = 100)



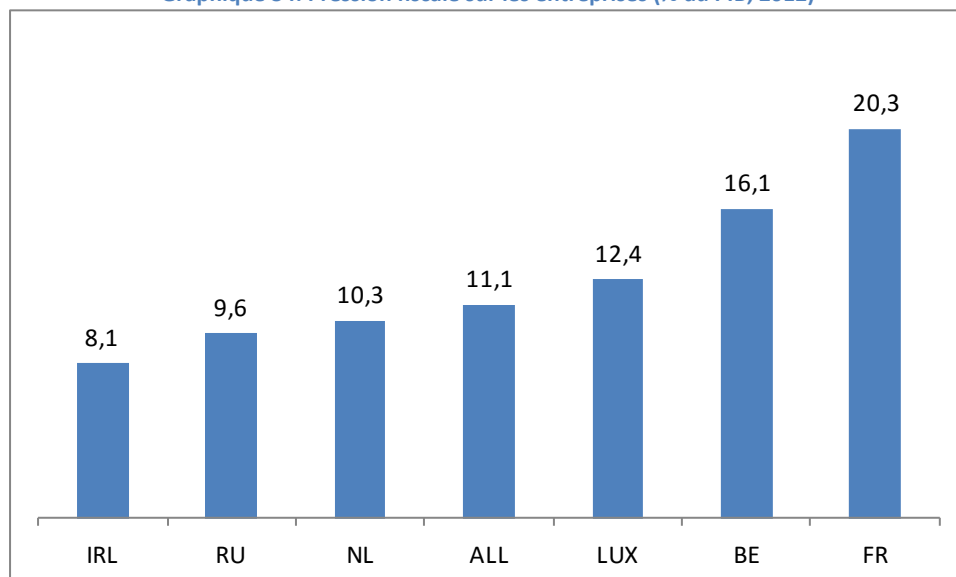
Sources : STATEC, CES

¹⁸⁴ Le parc de véhicules routiers était début 2016 de plus de 450.000 unités. Pour une analyse des caractéristiques du parc automobile luxembourgeois voir : <http://www.statistiques.public.lu/catalogue-publications/luxembourg/2012/PDF-17-12.pdf>

De la compétitivité

La charge fiscale globale¹⁸⁵ pesant sur les entreprises représente 12,4% du PIB au Luxembourg, et est supérieure à celle de certains de ses concurrents directs.

Graphique 34: Pression fiscale sur les entreprises (% du PIB, 2012)



Source : calculs IDEA

Ces écarts - qui ne permettent pas de conclure que le Luxembourg surtaxe les entreprises comparativement à l'Irlande, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et à l'Allemagne - s'expliquent par le poids des cotisations sociales payées par les employeurs et le niveau des recettes tirées de l'imposition des bénéfices des sociétés. Ils sont donc le reflet (positif) du dynamisme du marché du travail luxembourgeois, de l'importance des rémunérations dans le pays, et du taux de marges des entreprises résidentes.

Toutefois, la publication d'une feuille de route pour la compétitivité fiscale par l'Irlande¹⁸⁶, la décision britannique d'abaisser considérablement son taux d'impôt sur les sociétés, la troisième réforme de l'imposition des entreprises en Suisse, le tax-shift belge, la mise en place du pacte de responsabilité en France¹⁸⁷ ont ravivé la « concurrence » fiscale dans un contexte international mouvant (BEPS, discussions européennes, etc.). Compte tenu de la mobilité internationale des bases fiscales des entreprises et de l'intensité à l'exportation de son économie¹⁸⁸, le Luxembourg était dès lors obligé de réagir, afin de signaler son intention de maintenir son niveau d'« attractivité » et de préserver la compétitivité des entreprises résidentes.

Quoique plus élevés qu'en Irlande et qu'au Royaume-Uni, les taux de cotisations patronales peuvent difficilement être abaissés au Luxembourg. Puisque les cotisations en question participent à financer des dépenses de protection sociale qui bénéficient aux salariés (des entreprises), elles constituent

¹⁸⁵ Cotisations sociales des entreprises + impôts directs + impôts indirects.

¹⁸⁶ http://budget.gov.ie/Budgets/2015/Documents/Competing_Changing_World_Tax_Road_Map_final.pdf.

¹⁸⁷ Qui prévoit d'abaisser à partir de 2017 son taux d'impôt sur les sociétés.

¹⁸⁸ 80% de la production est exportée.

un élément de compétitivité et d'attractivité¹⁸⁹. Ce sont par conséquent les taux d'imposition des bénéficiaires qui ont été réduits¹⁹⁰. Le taux d'IRC¹⁹¹ normal passera ainsi de 21% à 18% en 2018, et le taux d'IRC réduit¹⁹² de 20% à 15%, de telle sorte que l'impôt (sur les bénéficiaires) des sociétés¹⁹³ (IS) - qui combine IRC, impôt de solidarité et ICC¹⁹⁴ - passera de 29,2% à 26,01% pour le taux normal, et de 28,15% à 22,8% pour le taux réduit.

Même si la comparaison entre taux « affichés » d'impôts sur les sociétés (IS) n'est que très peu pertinente du fait de règles de taux et d'assiettes différentes suivant les pays (possibilité de report de pertes, traitements différenciés des bénéfices distribués ou réinvestis, encadrement plus ou moins strict de la déductibilité des intérêts d'emprunt, contribution exceptionnelle pour les grandes entreprises dans certains pays, existence d'un impôt minimum, etc.), la force « marketing » du taux d'IS permet de conclure que les baisses envisagées par le Gouvernement sont insuffisantes. **Le seuil de bénéficiaires pour bénéficier du taux réduit (22,8%), même relevé à 25.000 euros, demeure faible en comparaison internationale (il est de 38.120 euros en France, 200.000 euros aux Pays-Bas, 320.000 euros en Irlande).**

Tableau 3: Taxation des PME en Europe

Pays	Seuil de bénéficiaires	Taux
Luxembourg (après réforme)	25.000 euros	22.8%
Irlande ¹⁹⁵	320.000 euros	0%
France	38.120 euros	15%
Pays-Bas	200.000 euros	20%

Source : OCDE

Aussi, le taux d'IS normal (26,1%) reste supérieur à celui des principaux concurrents du Luxembourg (il est de 12,5% en Irlande, 25% aux Pays-Bas, et sera de 17% au Royaume-Uni en 2020, et autour de 13% à Genève et dans le canton de Vaud dès 2019).

Cette conclusion peut cependant être nuancée. En l'état actuel des connaissances concernant le futur du projet BEPS, il est difficile (voire impossible) d'estimer les élargissements de bases taxables qui en découleront; une baisse trop brutale (et prématurée) des taux d'IS aurait donc pu générer des manques à gagner fiscaux importants pour un pays comme le Luxembourg qui tire en moyenne deux points de PIB de plus que ses concurrents (Royaume-Uni, Irlande, Pays-Bas, Suisse) de l'impôt sur les sociétés. A cet égard, compte tenu des liens ambigus entre taux d'IS, niveau des recettes fiscales et

¹⁸⁹ Pour la décision d'implantation d'une entreprise, les infrastructures sociales (système de santé, assurance contre les accidents du travail, non obligation de financer un système de retraite privée, etc.) sont un élément déterminant.

¹⁹⁰ Le relèvement de l'impôt minimum sur les Sociétés n'est pas ici traité.

¹⁹¹ Impôt sur le revenu des collectivités.

¹⁹² Le seuil pour bénéficier du taux réduit a par ailleurs été relevé de 15.000 euros à 25.000 euros.

¹⁹³ Calculé pour la ville de Luxembourg.

¹⁹⁴ Impôt commercial communal.

¹⁹⁵ En Irlande grâce au « tax exemption for new start-up companies », les entreprises nouvellement créées (moins de 3 ans) sont exemptées d'impôt sur les sociétés si le bénéfice taxable est inférieur à 320.000 euros, voir : <https://www.charteredaccountants.ie/taxsource/1997/en/act/pub/0039/sec0486C.html>.

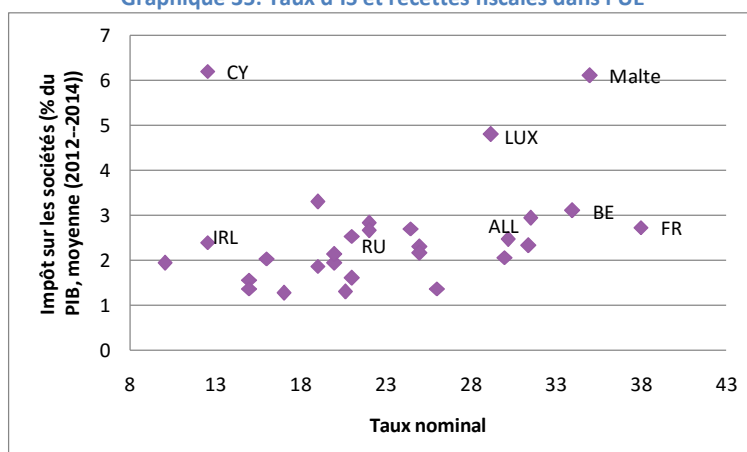
attractivité sont ambigus (cf. encadré 7), la baisse « timide » du taux d'IS normal peut être considérée comme une posture d' « attente agile » avant de futures baisses de taux une fois que les mesures d'élargissement de base taxable rendues obligatoires par les négociations internationales seront connues.

Encadré 7: Impôt sur les sociétés, courbe de Laffer et compétitivité : impossible ménage à trois ?

En matière de fiscalité, le principe de Laffer - qui indique qu'en-deçà d'un certain seuil une hausse du taux d'imposition accroît les recettes, mais qu'au-delà, une hausse supplémentaire du taux d'imposition réduit les recettes - est souvent invoqué. Il est parfois considéré - suivant ce principe - qu'une baisse du taux d'impôt sur les sociétés peut conduire le cas échéant à une augmentation des recettes fiscales. Toutefois, **l'existence du principe de Laffer (dans l'espace et dans le temps) n'a en réalité jamais été démontré (voire a été invalidé par les Reaganomics qu'il a inspirés)**¹⁹⁶, et les hausses de recettes attendues d'une baisse des taux supposent que l'économie se trouve au-delà du sommet de la courbe de Laffer¹⁹⁷.

En Europe, **la relation entre taux d'impôt sur les sociétés et recettes retirées n'est pas nette et semble dépendre de nombreux facteurs** (santé de l'économie, base industrielle, niveau de développement, degré d'ouverture, etc.) de telle sorte que le taux d'imposition maximisant les recettes d'impôt sur les sociétés se situe entre 12,5% (à Chypre) et 35% (à Malte).

Graphique 35: Taux d'IS et recettes fiscales dans l'UE



Source: OCDE

Aussi, la littérature économique considère que **les décisions d'implantation des entreprises internationales se basent sur un ensemble de facteurs (géographiques, institutionnels, sociaux, économiques) difficiles à hiérarchiser**¹⁹⁸. Un pays ouvert, disposant d'une main-d'œuvre qualifiée, d'infrastructures de qualité, et pouvant tirer parti d'effets d'agglomération¹⁹⁹ connaîtrait ainsi une faible sensibilité de l'investissement direct étranger productif au taux (nominal) d'IS²⁰⁰.

¹⁹⁶ Les baisses d'impôts décidées alors ont engendré une baisse des recettes.

¹⁹⁷ La courbe de Laffer découle du principe de Laffer.

¹⁹⁸ Voir : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10187.pdf>

¹⁹⁹ Présence sur son sol d'entreprises performantes.

²⁰⁰ Voir : Infrastructure endowment and corporate income taxes as determinants of Foreign Direct Investment in Central and Eastern European Countries, Bellak C. (2009).

Néanmoins, **si actuellement la fiscalité des entreprises ne serait qu'un élément considéré parmi d'autres lors des décisions de localisation²⁰¹, la donne risque de changer.** Puisque les IDE réagissent plus fortement aux taux d'imposition effectifs²⁰² qu'aux taux nominaux, et que **les évolutions réglementaires en cours²⁰³ visent à homogénéiser les bases d'imposition²⁰⁴, les taux d'imposition effectifs devraient progressivement se rapprocher des taux nominaux.** Dans un tel environnement où les possibilités d'optimisation seraient réduites, la concurrence fiscale (et la prise en compte de la fiscalité par les entreprises pour leur décision d'implantation) risque de porter davantage sur **les taux nominaux qui gagneront alors encore plus en « pouvoir d'attraction ».**

²⁰¹ Les 10 pays européens considérés comme les plus compétitifs par le WEF affichent ainsi des taux d'impôt sur les sociétés élevés en comparaison internationale.

²⁰² Le taux d'imposition effectif est une mesure théorique qui correspond au taux d'impôt réellement payé par une entreprise compte tenu du taux nominal et des ajustements possibles en fonction des règles fiscales en vigueur pour déterminer la base taxable. Voir au sujet de la sensibilité des IDE aux taux effectifs : « What difference does it make? Understanding the empirical literature on taxation and international capital flows », de Mooij, R.A. et Ederveen, S. (2006).

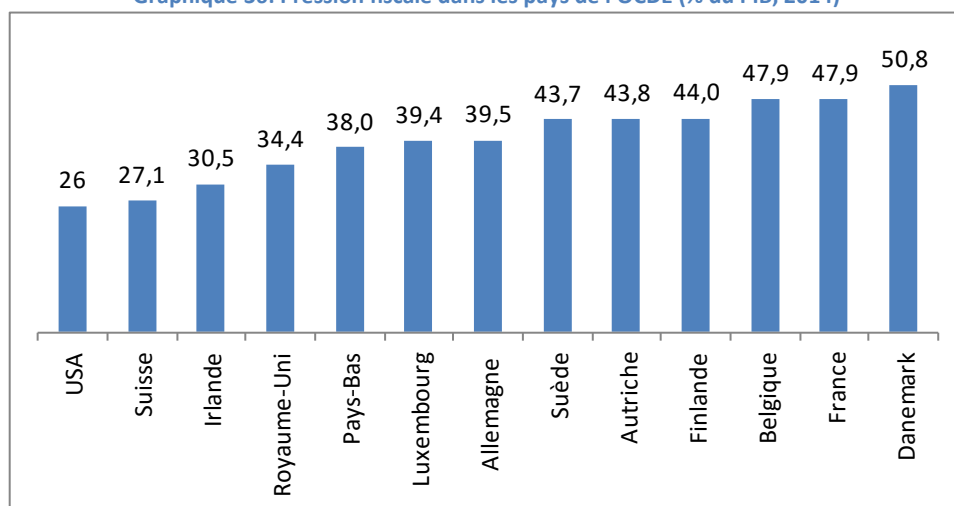
²⁰³ BEPS, échange automatique d'informations, Assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés, etc.

²⁰⁴ En encadrant strictement les abattements et déductions qui permettent de réduire les bénéfices imposés des entreprises.

6. Le plan fiscal IDEA(L)

Il n'existe pas de « système fiscal²⁰⁵ » supérieur aux autres²⁰⁶ et qui conviendrait à toutes les économies. Fruits de l'histoire, d'arrangements institutionnels, de compromis (voire de luttes) sociaux, du degré de préférence pour les dépenses publiques ou les assurances privées, des systèmes fiscaux très différents sont en place dans des pays très performants. Le niveau de pression fiscale varie ainsi grandement entre des pays à niveau de vie comparable (de 26% aux Etats-Unis à 50% au Danemark).

Graphique 36: Pression fiscale dans les pays de l'OCDE (% du PIB, 2014)



Source : Eurostat

Le Plan fiscal IDEA(L), tout en internalisant la concurrence fiscale entre Etats, ne se base en conséquence pas sur des « bonnes pratiques » extérieures. Les motifs principaux de ce plan, qui **repose avant tout sur les forces et spécificités de l'économie luxembourgeoise**, sont d'atténuer les facteurs de complexité inutiles du système fiscal actuel et de le rendre encore plus équitable. Cette « préférence » pour la simplicité s'explique par les coûts (financiers et d'opportunité) engendrés par le système actuellement en place, et la recherche de plus d'équité s'articule autour d'un « oubli » du projet de réforme fiscale du Gouvernement à savoir un raboutage des dépenses fiscales.

Ce plan n'est pas à une alternative au projet de réforme envisagé par le Gouvernement et présenté le 29 janvier mais « pourrait » constituer son « complément avec valeur ajoutée ». Adoptant une vue résolument « économique » des choses, la mesure ci-après se veut provocatrice et nous permettra de conclure que les marges de manœuvre concernant la baisse du taux « affiché » d'impôt sur les sociétés au Luxembourg sont loin d'être épuisées. Elle vise par ailleurs à contribuer à amoindrir le clivage parfois invoqué d'une « dichotomie » entre des « contributions idéales à l'impôt » de certains acteurs économiques au détriment d'autres. Economiquement parlant, c'est la création de richesses qui est à la base de tout impôt, les taxes peuvent être considérées comme étant une « ponction sur la valeur ajoutée », indépendamment de l'agent économique qui *in fine* verse la taxe.

²⁰⁵ Qu'il s'agisse de structure ou de niveau de la fiscalité.

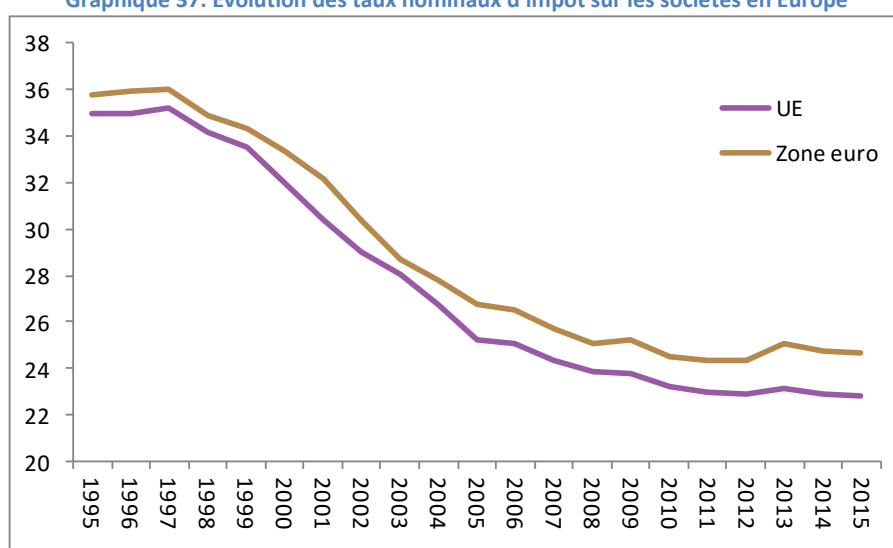
²⁰⁶ Voir : Xing J., 2011, « Does tax structure affect economic growth? Empirical evidence from OECD countries ».

Impôt sur les sociétés : un impôt dépassé ?

L'impôt sur les sociétés (IS) semble en réalité être un impôt du passé. Dans certains pays (cas de la France par exemple), une seule dépense fiscale peut représenter un manque à gagner quasiment équivalent aux recettes totales tirées de l'IS²⁰⁷. Avant l'introduction des impôts minima au Luxembourg²⁰⁸, près de 80% des entreprises ne présentaient pas de cote d'impôt sur le revenu²⁰⁹. Puisque le Luxembourg était déjà à l'époque l'un des pays où l'IS rapportait le plus, et que seulement de très rares pays disposent d'un IS minimum²¹⁰, **il peut être supposé que de nombreuses entreprises (au niveau mondial) se trouvent, en réalité, exonérées d'IS²¹¹.**

Plus généralement, **les taux d'IS connaissent un mouvement généralisé à la baisse depuis le milieu des années 1990.**

Graphique 37: Evolution des taux nominaux d'impôt sur les sociétés en Europe



Source : Taxing trend (CE)

L'ambitieux projet BEPS estime pouvoir permettre de récupérer entre 100 et 240 milliards de dollars²¹² grâce à une « juste » taxation « effective » des bénéficiaires (**0,1% à 0,3% du PIB à l'échelle de l'économie mondiale**) ce qui matérialise le faible rendement attendu de l'IS. De plus, en luttant contre l'étroitesse des assiettes taxables, ce projet pourrait déboucher sur une « féroce concurrence » et conduire certains Etats à vouloir compenser leurs handicaps de taux par de nouvelles baisses qui réduiraient davantage le rendement de l'IS.

²⁰⁷ Le coût budgétaire du CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi) français sera à terme de 20 milliards d'euros, alors que l'impôt sur les sociétés a rapporté 36 milliards d'euros au Trésor français en 2014.

²⁰⁸ 2011 pour les Soparfi, 2013 pour l'ensemble des collectivités.

²⁰⁹ A la fois de petites entreprises dont les activités ne dégagent généralement pas de bénéfice imposable ou des sociétés de participation qui dégagent en majeure partie des revenus exonérés en vertu de diverses dispositions fiscales, voir : http://www.impotsdirects.public.lu/profil/rapports/Rapport-d_activite-2014_2014-02-17.pdf.

²¹⁰ Ce ne serait le cas que de l'Autriche en Europe, la France ayant supprimé l'impôt forfaitaire annuel (IFA) en 2014, voir : <http://download.pwc.com/ie/pubs/budget2016/2015-pwc-worldwide-tax-summaries-corporate-2015-2016.pdf>.

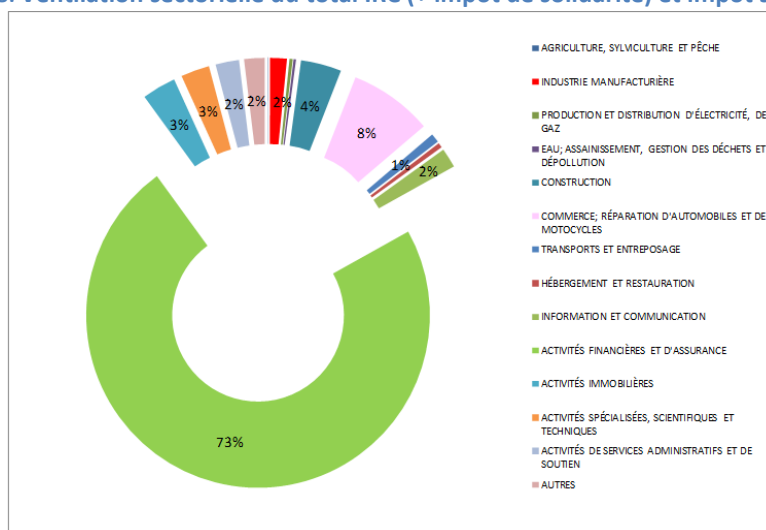
²¹¹ Au sein de l'OCDE, les entreprises de plus de 250 salariés - qui représentent 0,23% du nombre total des entreprises de l'OCDE - paient 37% de l'IS, source : Taxation of SME in OECD and G20 countries, OCDE (septembre 2015).

²¹² « Le phénomène d'érosion de la base d'imposition et de transfert de bénéficiaires (BEPS selon l'acronyme anglais) est à l'origine d'une perte de recettes fiscales de 100 à 240 milliards USD par an à travers le monde », Cadre inclusif pour la mise en œuvre du Projet BEPS, OCDE (mars 2016).

Notre proposition concernant l'IS : l'exonération pour certaines entreprises d'IRC

L'impôt sur les sociétés (IS) est complexe au Luxembourg. Il combine trois postes²¹³ et de multiples mécanismes d'exonération²¹⁴ qui viennent réduire la base taxable et profitent différemment aux entreprises (suivant leur taille, leur secteur d'activité, leur mode de financement, leur lien avec l'étranger, etc.)²¹⁵. Puisque près 75% de l'IRC, de l'impôt de solidarité et de l'impôt sur la fortune (cf. Graphique 38) sont payés par des entreprises relevant des activités financières et d'assurance. Une mesure « radicale » pourrait consister à ramener à 0% ces impôts pour les sociétés non financières.

Graphique 38: Ventilation sectorielle du total IRC (+ impôt de solidarité) et impôt sur la fortune



Sources : CES, calculs IDEA

La décision de sortir les établissements financiers et les entreprises d'assurance du périmètre de la mesure s'explique par le manque à gagner potentiel (1,5 milliard d'euros), par le fait que leurs comptabilités sont parfois régies par des règles particulières²¹⁶, et par l'hypothèse (forte) qu'ils seraient les principaux concernés par les évolutions réglementaires à venir²¹⁷.

Selon nos calculs, le coût budgétaire de cette mesure (pas forcément applicable en l'état (cf. encadré 8)) serait au maximum de 450 millions d'euros²¹⁸. Des alternatives « moins radicales »

²¹³ IRC, ICC, impôt de solidarité.

²¹⁴ Bonifications d'impôts pour investissement, report de pertes, déductibilité des intérêts, etc.

²¹⁵ Tout système fiscal se rapportant aux entreprises a cependant tendance à être complexe. On recense ainsi près de 250 dépenses fiscales avec incidence sur la taxation des entreprises en France et le régime fiscal québécois comporte 80 dépenses fiscales liées au régime d'imposition des sociétés.

²¹⁶ Suivant les pays : exonération de TVA, régimes dérogatoires pour les banques mutualistes ou les sociétés d'assurance mutuelles, régime fiscal spécifique pour les investissements des établissements financiers, taxe de risque systémique, contributions spécifiques pour les compagnies d'assurance, taxe bancaire, etc., Voir : Les prélèvements obligatoires et les entreprises du secteur financier, Conseil des prélèvements obligatoires (2014).

²¹⁷ Il est ainsi considéré avec cette hypothèse (forte et théorique) que ce sont les établissements financiers et les entreprises d'assurance qui seraient concernés par les différents changements réglementaires qui affecteront la base taxable (règle du switch-over, règles relatives aux sociétés étrangères contrôlées, etc.). Pour un résumé des règles envisagées (qui concrètement ne concerneront pas que les établissements financiers et les entreprises d'assurance), voir : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-160_fr.htm.

²¹⁸ Outre un renforcement de l'attractivité du pays qui pourra *in fine* générer de nouvelles ressources, IDEA propose ci-après des pistes de réflexion permettant de générer des ressources supplémentaires. Une telle mesure serait par ailleurs une incitation forte de veiller constamment à l'efficacité des dépenses publiques. Voir à ce titre: Fondation IDEA asbl: « Le

pourraient être par ailleurs envisagées; au lieu de concerner l'ensemble des sociétés non financières l'exonération pourrait (comme en Irlande) ne concerner que les « jeunes entreprises » (moins de 3 ans) réalisant un montant au maximum un montant donné de bénéfices (en Irlande le « taux 0 » s'applique jusqu'à 320.000 euros de résultat imposable (à l'instar de l'Irlande), ou être destinée à l'ensemble des PME.

Cette mesure devrait par ailleurs permettre *de facto* de réduire la valeur « fiscale » de certaines dépenses actuellement déductibles de la base taxable des SNF, inciterait ces entreprises à optimiser leur production et leurs services aux clients et non pas leur fiscalité, encouragerait les indépendants à constituer leur entreprise en sociétés, et constituerait un formidable « produit d'appel » pour le Luxembourg qui deviendrait ainsi la terre économique où les petites entreprises gardent leurs bénéfices (qu'éventuellement elles réinvestiront, utiliseront pour renforcer leurs fonds propres, ou augmenter leurs salariés). Le regain d'attractivité du pays pour y établir des entreprises serait potentiellement très favorable à l'activité économique, à l'emploi et *in fine* aux bases imposables.

Encadré 8: Est-ce « légal » de supprimer l'IRC, l'impôt de solidarité et l'impôt sur la fortune pour les SNF ?

Si avoir un taux d'imposition faible n'est pas un critère suffisant pour être sur la liste des paradis fiscaux non-coopératifs de l'OCDE²¹⁹ et qu'il n'existe pas (malgré les tentatives répétées depuis 1975) de fourchette d'impôt sur les sociétés à respecter au sein de l'UE, la suppression de l'IRC, de l'impôt de solidarité, et de l'impôt sur la fortune pour les sociétés non financières (pour ne garder que l'ICC) pourrait être « interprétée » comme une **pratique agressive contraire au code de conduite européen sur la fiscalité des entreprises**²²⁰, voire enlever à certaines entreprises résidentes le bénéfice de certaines conventions fiscales internationales. A cela pourrait s'ajouter le risque d'une possible « censure » par la Commission européenne puisque la mesure pourrait être considérée comme introduisant **une rupture d'égalité devant l'impôt entre les entreprises suivant leur secteur d'activités**.

La troisième réforme de l'imposition des entreprises en Suisse (en cours) fournit quelques indications en ce sens. La Suisse, « contrainte » de mettre fin au régime préférentiel des sociétés à statut²²¹, a décidé d'introduire diverses mesures fiscales ouvrant le droit à des exemptions²²² et de baisser le taux d'impôt sur les sociétés de 30% (de 23% à 16%²²³). **Le principe « d'imposition effective des bénéficiaires là où ils sont réalisés » qui guide l'action européenne (et les négociations dans le cadre de BEPS) n'enlève donc pas a priori aux Etats le pouvoir de choisir un taux de taxation compatible avec leur contrainte budgétaire**. Néanmoins, l'obligation faite à la Suisse de supprimer les régimes spéciaux et la « traque » des aides d'Etat qui induisent des distorsions de concurrence par la Commission européenne donnent à penser que **la mesure pourrait être considérée comme « discriminatoire » envers les établissements financiers et les entreprises d'assurance, même si des discriminations sont parfois « tolérées »**. Ainsi, la plupart des **ports français** sont totalement

Luxembourg au carrefour décisif : Comment réinventer la croissance sous contrainte budgétaire ? », pp.47 à 50, intitulées: « Où trouver 1,5 milliard d'euros ? ».

²¹⁹ À Monaco, il n'existe pas d'impôt sur les revenus des personnes physiques et Monaco n'est plus sur la liste des « paradis fiscaux » de l'OCDE.

²²⁰ Voir: http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/company_tax/harmful_tax_practices/index_fr.htm

²²¹ Holdings de droit cantonal, société auxiliaire, société mixte.

²²² Licence box, système des intérêts notionnels, etc.

²²³ Moyenne calculée pour l'ensemble des cantons, le taux devrait baisser à Genève de 21,7% à 13%.

exonérés de l'impôt sur les sociétés, certains **ports belges** ne sont pas assujettis au régime général d'imposition des sociétés mais sont imposés selon un autre régime fondé sur une assiette et des taux différents, **l'Irlande applique un taux d'impôt sur les sociétés de 25% (soit le double du taux normal) à certaines entreprises** (activités de construction, minières, et pétrolières), et **ne taxe pas les bénéficiaires des jeunes entreprises**²²⁴ s'ils sont inférieurs à 320.000 euros par an (sauf s'il s'agit de sociétés de transport, ou de sociétés taxées à 25%), et l'article 161 de la LIR luxembourgeoise reconnaît notamment comme **exempts de l'IRC les organismes à caractère collectif** s'ils poursuivent directement et uniquement des buts culturels, charitables ou d'intérêt général, **les entreprises de fourniture d'eau, de gaz et d'électricité de l'État, la société nationale des habitations à bon marché, etc.**

Si, au final, cette proposition IDEA(le) semble comporter autant d'avantages (simplification radicale de la taxation des SNF et effets économiques de second tour positifs (sur l'emploi, les investissements, la création de richesse)) que d'inconvénients (risques juridiques et effets financiers difficiles à anticiper), son coût relativement faible (450 millions d'euros) permet cependant de conclure que les marges de manœuvre concernant la baisse du taux « affiché » d'impôt sur les sociétés au Luxembourg sont loin d'être épuisées.

²²⁴ De moins de 3 ans.

Impôt foncier : l'immobilier cette base qui ne peut pas bouger

En vertu du principe de neutralité fiscale, les (nombreuses) aides étatiques destinées à favoriser l'accès à la propriété devraient, par symétrie, coïncider avec une taxation « adéquate » du bien immobilier acquis (et plus généralement des biens possédés). Pourtant, en dépit du fait que l'immobilier est une base taxable par essence immobile, le rendement de l'impôt foncier est particulièrement faible au Grand-Duché (tout comme le coût pour conserver des biens fonciers non utilisés)²²⁵. Des marges de manœuvre semblent donc exister en la matière.

Augmenter les recettes tirées de l'impôt foncier +150 millions d'euros²²⁶

Il semble exister un relatif consensus sur la possibilité et la nécessité d'augmenter les recettes tirées de l'impôt foncier qui représentent actuellement moins de 0,1% du PIB (contre 1,4% du PIB en moyenne au sein de l'Union européenne). Considérant la richesse foncière et immobilière du Luxembourg, et en vertu de l'impossible mobilité de la base taxable immobilière, il est proposé de porter l'impôt foncier à 0,4% du PIB, ce qui correspond à son niveau de 1960. Toutefois, parce qu'il existe au Luxembourg des « propriétaires pauvres²²⁷ », il est primordial d'éviter que la hausse de cet impôt (qui s'apparente à certains égards à un impôt sur la fortune) ne pénalise des « propriétaires à revenus réguliers modestes » qui pourraient - dans certains cas - être obligés de vendre leurs biens à cause du poids de l'impôt récurrent à payer. Il pourrait ainsi être décidé de modérer la hausse (jusqu'à meilleure fortune) pour les propriétaires disposant de faibles revenus.

Impôt sur les personnes physiques : laisser boire la taxe !

Au Grand-Duché, la charge fiscale pesant sur les personnes physiques provient notamment de la TVA et de l'imposition des revenus. L'existence de taux réduits de TVA, de 23 tranches d'impôt sur le revenu²²⁸ (dont une première soumise au taux zéro), de taxation différenciée des revenus suivant leur source (capitiaux, salaires, immobilier, spéculation, investissement de long terme, bénéfices commerciaux ou provenant d'une occupation libérale, etc.) ambitionne de rendre le système fiscal équitable, incitatif, progressif, et non confiscatoire. Si dans l'ensemble ces objectifs sont atteints²²⁹, **les gains de pouvoir d'achat permis par les modifications à venir des barèmes d'imposition et la suppression de l'IEBT (cf. supra) auraient dû s'accompagner d'un « rabotage » de certaines dépenses fiscales** (abattements, dépenses spéciales, exonérations, etc.), dont l'efficacité n'est pas toujours avérée, qui réduisent l'assiette soumise à l'impôt, génèrent des effets d'aubaine, « grippent » la progressivité effective de l'impôt sur les personnes physiques²³⁰ et alimentent les

²²⁵ Voir : http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_luxembourg_fr.pdf.

²²⁶ Ce gain (de 150 millions d'euros pour les communes) serait compensé par une diminution équivalente du transfert TVA aux communes qui s'effectue par le truchement du Fonds communal de dotation financière.

²²⁷ Au sens du taux de pauvreté mesuré par le revenu médian.

²²⁸ À partir du 1er janvier 2017.

²²⁹ Le pouvoir d'achat est au Luxembourg très élevé, le taux de privation matérielle y est faible, le taux d'emploi y est élevé et en constante progression, le système socio-fiscal est largement redistributif, etc.

²³⁰ Puisque les abattements s'opèrent au taux marginal (plus élevé pour les hauts revenus) et supposent d'avoir les moyens financiers nécessaires pour effectuer les dépenses ou investissements ouvrant droit à l'abattement (dans le cas des abattements en lien avec l'immobilier par exemple).

distorsions présentes au Luxembourg²³¹. Nous proposons alors une série de quatre mesures en ce sens.

A la chasse des niches²³²

Réformer l'abattement sur les droits d'enregistrement lié à l'acquisition d'un logement (Bëllegen Akt) + 80 millions d'euros

L'accès au logement (en tant que locataire ou propriétaire) est une grande préoccupation au Luxembourg. Entre offre insuffisante²³³ et demande sans cesse croissante, les prix de l'immobilier progressent de façon continue²³⁴. Dans le but de « soulager » les ménages et de faciliter leur accès au logement, il existe une multitude d'aides étatiques²³⁵ dont les principales sont destinées aux propriétaires (primo-accédant ou multipropriétaires percevant des revenus locatifs). Le Bëllegen Akt²³⁶, qui représente actuellement près de 80% des recettes des droits d'enregistrement, est l'une des plus coûteuses de ces aides qui tendent par ailleurs à être inflationnistes à cause de l'insuffisance de l'offre. Si la loi modifiée du 30 juillet 2002 déterminant différentes mesures fiscales destinées à encourager la mise sur le marché et l'acquisition de terrains à bâtir et d'immeubles d'habitation n'a jamais fait l'objet d'une étude d'impact, les régulières tentatives de réforme du Bëllegen Akt semblent indiquer que cette aide, telle que conçue actuellement, ne permet pas d'atteindre son objectif premier, qui était de « permettre que des revenus moyens puissent accéder à la propriété sans constituer une subvention pour l'acquisition de logements luxueux²³⁷ ». Il est par conséquent proposé de réformer le Bëllegen Akt et de le rendre « moins coûteux ». Pour ce faire, des conditions de ressources pour pouvoir en bénéficier pourraient être introduites (comme envisagé en 2010²³⁸), ou le niveau de performance énergétique du bien pourrait être considéré (comme envisagé par le Projet de loi (de 2011) déterminant différentes mesures fiscales destinées à encourager l'amélioration de l'efficacité énergétique dans le domaine du logement et portant modification de la loi modifiée du 30 juillet 2002 (jamais voté).

Renoncer à augmenter le plafond des intérêts débiteurs du prêt hypothécaire +15 millions d'euros

La déductibilité des intérêts débiteurs de prêts hypothécaires « coûte » actuellement 45 millions d'euros par an. Le projet de réforme fiscale envisage d'augmenter les plafonds déductibles de 33% alors qu'il supprime la taxation implicite des loyers²³⁹. Cette double décision va accentuer la non-

²³¹ Voir : http://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/2015/04/Avis_annuel_IDEA_14042015VF1.pdf.

²³² Niches fiscales est, dans la littérature économique, un synonyme de dépenses fiscales. Ces propositions devraient, à certains égards, contribuer à l'objectif « équité » poursuivi par la réforme fiscale.

²³³ Pour des raisons institutionnelles (délai des autorisations, revenus locatifs plafonnés en fonction du capital investi, etc.) et privées (rétention de terrain, immeubles vides, etc.).

²³⁴ Certains économistes évoquent même une situation de bulle spéculative, voir : <https://www.project-syndicate.org/commentary/european-central-bank-fueling-asset-bubbles-by-hans-werner-sinn-2016-03>.

²³⁵ Voir : Les aides étatiques en matière de logement, Chambre des Salariés (2013).

²³⁶ Crédit d'un montant maximal de 20.000 euros (40.000 euros pour un couple), à valoir sur les droits d'enregistrement et de transcription normalement dus lors de l'acquisition d'un logement.

²³⁷ Source : Exposé des motifs du Projet de loi instaurant le Bëllegen Akt.

²³⁸ Il était alors question de soumettre l'allocation du Bëllegen Akt à condition de revenus (35.000 euros imposables pour un célibataire, 60.000 euros pour un couple), mais la disposition fiscale a été abandonnée, voir Projet de loi n°6166.

²³⁹ Abolition de la valeur locative du domicile propre.

neutralité²⁴⁰ fiscale entre locataires (qui n'ont pas nécessairement les moyens d'acquérir un bien) et propriétaires (qui bénéficient d'une forme de « repas gratuits »²⁴¹). Il est par conséquent proposé de ne pas opérer cette hausse.

Supprimer la déductibilité des cotisations d'épargne-logement +35 millions d'euros

Les « coups de pouce » fiscaux à l'épargne s'expliquent par la fonction de « modification des comportements » de la fiscalité. Ces « coups de pouce » incitent généralement à « différer la consommation » de revenus (afin de constituer une épargne de précaution) et à la prise de risque (cas des crédits d'impôts pour investissement en capital-risque). Si théoriquement la déductibilité des cotisations d'épargne-logement²⁴² se veut un instrument qui vise à favoriser l'investissement futur dans un logement, en pratique cette déductibilité s'apparente davantage à un outil d'optimisation fiscale puisqu'il est ouvert également à des personnes déjà propriétaires, sans aucune intention d'acheter un nouveau bien (ni de réaliser des travaux), mais qui disposent d'une assise financière suffisante pour immobiliser une partie de leurs avoirs pendant 10 ans sous forme d'épargne-logement. Il est en conséquence proposé de supprimer la déductibilité des cotisations d'épargne logement (alors que le projet de réforme fiscale envisage d'augmenter le plafond pour les moins de 40 ans). Afin de ne pas trop pénaliser les petits épargnants, une alternative pourrait être de n'ouvrir le bénéfice de cette déductibilité qu'aux ménages modestes (il s'agirait de mettre la déductibilité sous conditions de revenus), d'augmenter le seuil de déclenchement du RELIBI (actuellement 250 euros), ou de transformer la déductibilité des cotisations d'épargne (compte tenu de la proposition de réformer le Bëllegen Akt) en une prime d'épargne à la sortie²⁴³(au moment de la réalisation d'un acte réel (achat immobilier ou travaux)).

Conditionner l'abattement extra-professionnel au niveau de revenus + 30 millions d'euros

Le Luxembourg est l'un des derniers pays européens à considérer le couple officialisé (marié ou pacsé) comme unité d'imposition. Grâce à une classe d'imposition à part (classe 2) et un abattement dédié (abattement extra-professionnel), les couples bénéficient d'une « subvention à l'amour officialisé ». Si le projet de réforme fiscale introduit l'option d'imposition individuelle²⁴⁴, les gains budgétaires de cette option (pour l'Etat) devraient être limités, puisque la rationalité des agents devrait les pousser à choisir - sauf situation exceptionnelle (mariage en crise, divorce imminent) - le système le plus « avantageux » qui demeure l'imposition collective. En vue d'augmenter l'équité horizontale²⁴⁵ du système fiscal (sans pénaliser les couples modestes bi-actifs)²⁴⁶, il est proposé de

²⁴⁰ Selon le principe de neutralité fiscale, le revenu locatif (fictif) perçu par le propriétaire-occupant devrait être imputé à des fins fiscales, les plus-values devraient être imposables et les intérêts de prêts déductibles.

²⁴¹ Exonération de plus-value sur la résidence principale, Bëllegen Akt, TVA réduite, déductibilité (majorée si conjoint et enfants) voire illimitée si le bien est donné en location) des intérêts, déductibilité du solde restant dû, bonification et subvention d'intérêts.

²⁴² Pouvant être majorée si conjoint ou enfants.

²⁴³ La Prime en question pourrait être fonction du montant mis de côté sur le compte épargne logement, du niveau de revenus, et de la durée de détention (on pourrait par exemple instaurer une durée minimale de détention, un montant maximal de prime, etc.) le but étant avant tout de lier l'avantage à un acte réel.

²⁴⁴ Cette option pourrait d'ailleurs poser des « soucis » de couple (voire juridiques) si l'un des conjoints voulait opter pour l'imposition individuelle et que l'autre s'y opposait.

²⁴⁵ L'équité horizontale exige que des personnes se trouvant dans une situation économique comparable paient le même impôt.

conditionner l'abattement extra-professionnel au revenu. L'abattement serait de 4.500 euros pour des couples gagnant jusqu'à 80.000 euros, avant de décroître jusqu'à valoir 0 euros à partir d'un revenu du couple atteignant 160.000 euros. Une alternative pourrait être d'opter, comme aux Pays-Bas, pour une extinction à terme de l'abattement. Concrètement, il s'agirait de réduire au cours des 15 prochaines années la valeur de l'abattement extra-professionnel de 6,7% par an.

Le Capital

Le traitement fiscal des revenus du capital constitue un élément primordial d'attractivité. Cette fiscalité (différenciée et souvent hétérogène) peut cependant concourir à réduire la progressivité effective du système fiscal²⁴⁷, ou déboucher sur des effets d'aubaine²⁴⁸. Il est par conséquent proposé de moderniser la taxation du capital (dans le but de réduire les inégalités de traitement fiscal et d'augmenter la lisibilité du système de prélèvement). Il est également introduit un dispositif visant à favoriser le développement des Business Angels (logique d'incitation).

Mieux taxer (+ 50 millions d'euros)...

Entre la retenue libératoire sur les intérêts (20% à partir de 2017), la taxation de 50% des dividendes reçus (avec une tranche exonérée de 1.500 euros), la taxation sur une base réduite des compléments de salaires versés sous forme de stock-options²⁴⁹, l'exemption ou la taxation au demi-taux global des plus-values non spéculatives (avec une tranche exonérée de 50.000 euros²⁵⁰), l'exonération (à partir de 2017) des loyers implicites des propriétaires, la fiscalité des revenus du capital est particulièrement hétérogène au Luxembourg. Il est alors proposé de l'adapter de façon à réduire les différences de traitement fiscal entre types de revenus. Entre autres, les possibilités de recours aux stock-options pourraient être revues et certains abattements liés au revenu du capital pourraient ne plus être doublés pour les conjoints imposables collectivement. Une réforme « radicale » serait de basculer, comme en Suède, vers un système d'imposition duale traitant de façon séparée les revenus du travail (imposés au barème progressif) et le revenu du capital (soumis à un taux réduit mais constant).

...et davantage inciter (NC)

Les incitations fiscales pour l'investissement mobilier (qu'il s'agisse de la « Loi Rau » abrogée en 2005²⁵¹ ou de la bonification d'impôt pour investissement en capital-risque²⁵² méconnue) peinent à permettre que l'épargne (abondante) des résidents luxembourgeois se dirige vers les entreprises locales. Et pourtant, devenir une « *start-up nation* », comme l'ambitionne le Luxembourg, suppose

²⁴⁶ Et compte tenu des difficultés pratiques qu'engendrerait le passage à un système d'imposition individuelle stricte et obligatoire.

²⁴⁷ Voir:

http://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/Bulletin_BCL_2015_3/207538_BCL_BULLETIN_03_2015_CHAPTER2.pdf (p.131).

²⁴⁸ Voir : <http://paperjam.lu/news/stock-options-la-loi-de-la-selectivite>.

²⁴⁹ Les stocks options constituent en réalité des revenus du travail, nous les assimilons aux revenus des capitaux par simplification et parce qu'ils font intervenir des valeurs mobilières.

²⁵⁰ Montant doublé pour les époux/partenaires imposables collectivement.

²⁵¹ Voir : http://www.impotsdirects.public.lu/az/a/abat_invest_mobil/index.html

²⁵² Voir : http://www.impotsdirects.public.lu/az/b/bonif_invest_capit/

de disposer d'un ensemble d'investisseurs particuliers (*business-angels*) en quête d'opportunités d'investissement et désireux de « financer » la prise de risque au premier stade de développement des entreprises. Le retard du Luxembourg en la matière s'explique - sans doute - par la facilité à retirer des avantages fiscaux en investissant dans l'immobilier comparativement aux investissements dans des activités plus directement productives. Il est par conséquent proposé de « moderniser » la bonification d'impôt pour investissement en capital-risque. Puisque compte tenu de la première proposition (exonération de certaines sociétés de l'IRC), la bonification d'intérêt pour investissement en capital-risque ne pourrait plus s'appliquer aux SNF investisseurs en capital-risque (corporate venture capitalist), il conviendrait de la recentrer sur les seules personnes physiques (et éventuellement d'élargir le périmètre des entreprises éligibles aux sociétés d'impact sociétal). Des dispositions spéciales pourraient cependant être prises pour favoriser l'essaimage (spin-off) et le financement de start-ups prometteuses par les entreprises.

Encadré 9: A quoi pourrait ressembler un dispositif favorable aux Business Angels au Luxembourg ?

L'objectif de ce dispositif (nouvelle version de la bonification d'impôt pour investissement en capital-risque) serait de **favoriser l'investissement dans des entreprises non cotées, et qui potentiellement auront un impact sur le tissu économique national**. L'impact en question devrait être social (cas des sociétés d'impact sociétal) ou technologique (contenu en innovation des procédés et produits de l'entreprise financée). Plusieurs modalités pratiques sont envisageables (investissement direct ou indirect, avantage à l'entrée et/ou à la sortie, durée de détention, montant maximal pouvant être investi par un particulier ou un couple, taille des entreprises éligibles, valeur de la déduction offerte, etc.). Elles devraient cependant **respecter un ensemble de critères afin de ne pas « enfreindre » le droit européen, de limiter les effets d'aubaine et les prises de risques inconsidérés, et d'assurer une utilisation « fluide et pertinente » du dispositif**. Il s'agit notamment de respecter les lignes directrices européennes sur le capital-investissement²⁵³, de centrer le dispositif sur des entreprises dans la phase de démarrage et d'amorçage²⁵⁴, contraintes financièrement²⁵⁵ et avec un réel potentiel de croissance ou de retombée sociale, d'éviter qu'une trop grande part de la dépense fiscale ne soit ponctionnée par des intermédiaires²⁵⁶, de réduire le poids administratif du dispositif²⁵⁷ en optant pour des systèmes de pré-qualification des entreprises éligibles²⁵⁸, de considérer les avantages fiscaux acquis comme définitifs qu'en cas d'un investissement de long-terme²⁵⁹, de s'assurer que les investisseurs disposent d'une expérience (ou d'une formation) suffisante pour pouvoir prétendre être un investisseur en capital-risque²⁶⁰, et d'évaluer régulièrement les retombées du dispositif²⁶¹.

²⁵³ Voir: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-21_fr.htm

²⁵⁴ Moins de 7 ans.

²⁵⁵ Moins de 50 salariés.

²⁵⁶ L'avantage fiscal devrait donc être différent suivant qu'il s'agisse d'un investissement direct ou intermédiaire *via* un fond.

²⁵⁷ Actuellement les certificats émis dans le cadre des bonifications d'impôt pour investissement en capital-risque font intervenir deux ministères.

²⁵⁸ Il pourrait s'agir de confier la décision d'éligibilité à des partenaires privilégiés (Nyuko, Luxinnovation en sa qualité d'agence de financement, etc.), de considérer les entreprises comme éligibles suivant leur statut (société d'impact social), ou leur participation réussie à des programmes reconnus (Fit4Start, etc.).

²⁵⁹ La durée de détention des parts acquises devrait être d'au moins 3 ans sauf cas particuliers (décès, licenciement, etc.).

²⁶⁰ Obligation d'appartenir à un réseau de Business Angel, investissement minimum élevé, etc.

²⁶¹ Selon certaines études, l'impact réel des Business Angels (sur le chiffre d'affaires et l'emploi) sur les sociétés investies serait ambigu, voir : La croissance des PME est-elle favorisée par les Business Angels?, une analyse à partir du cas français en 2008 et 2009, Nadine Levratto et Luc Tessier (2014).

Liste des abréviations

ACCIS : Assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés

ADEM : Agence pour le développement de l'emploi

BCE : Banque centrale européenne

BEPS : Base Erosion and Profit Shifting

BoJ : Bank of Japan

BRIC : Brésil, Russie, Inde, Chine

CICE : Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi

CNFP : Conseil national des finances publiques

CNS : Caisse nationale de Santé

EVS : Entités à vocation spéciale

Fed : Federal Reserve (Banque centrale américaine)

FMI : Fonds monétaire international

FOMC: Federal Open Market Committee

GIPSI : Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, Italie

IDE : Investissements directs étrangers

IEBT : Impôt d'équilibrage budgétaire temporaire

IS : Impôt sur les sociétés

LSAP : Large Scale Asset Purchase

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques

OMT : Objectif budgétaire à moyen terme

OPEP : Organisation des pays producteurs de pétrole

QE : Quantitative easing (assouplissement quantitatif)

SPD : Sozialdemokratische Partei Deutschlands

SIS : Société d'impact sociétal

TLTRO : Targeted Long Term Refinancing Operations

UE : Union européenne

UEL : Union des entreprises luxembourgeoises