



[www.fondation-idea.lu](http://www.fondation-idea.lu)

**« 2015 : Ô, des espoirs ! »**

**Avis annuel sur la situation économique, sociale et financière du Grand-Duché de Luxembourg – 2015**

Luxembourg, le 15 avril 2015

## Table des matières

Liste des graphiques.....	3
Liste des encadrés.....	4
Avant propos.....	5
1. Introduction .....	7
2. Perspectives économiques : conjoncture mondiale.....	10
Etats-Unis : les (bons) mots de la Fed, thermomètre de la (bonne) santé de l'économie .....	10
Japon : il y a toujours une guêpe pour piquer un visage en pleurs .....	14
Pays émergents : le bazar du BRIC-à-brac .....	17
Zone euro : la tentation de l'optimisme .....	23
GIPSI : tous ne sont pas à la fête.....	30
France : « <i>Plus ça change, plus c'est la même chose</i> » .....	33
Allemagne : en plein boom .....	34
3. Luxembourg : Dieu est-il encore Luxembourgeois? .....	36
Retour sur l'année 2014.....	36
Etat des finances publiques .....	37
Situation du marché du travail.....	40
2015: Le Luxembourg nouveau, année 0.....	43
Réformes structurelles, on crie ton nom !.....	45
Quelles réformes structurelles pour le Luxembourg ? .....	47
Les progrès du Luxembourg en matière de réformes structurelles .....	49
4. Distorsions à corriger .....	51
1. La fiscalité très favorable à certains choix de vie.....	51
2. Les congés extraordinaires discutables .....	53
3. Les dépenses fiscales très (trop) orientées.....	55
4. Le cumul des avantages dans la Fonction publique.....	57
5. La place des femmes dans les organes de décision.....	60
6. Les inégalités intergénérationnelles .....	61
7. Les mesures pour l'emploi (et contre le chômage) .....	63
Liste des abréviations.....	67

## Liste des graphiques

Graphique 1 : Situation du marché du travail aux Etats-Unis .....	10
Graphique 2 : Soldes budgétaires .....	11
Graphique 3 : Evolution des taux directeurs .....	11
Graphique 4: Dépenses de R&D en 2013 .....	12
Graphique 5 : Production manufacturière aux USA .....	12
Graphique 6 : Evolution trimestrielle du PIB .....	14
Graphique 7 : Dette publique (% du PIB) .....	14
Graphique 8 : Taux de croissance des BRIC en 2014 (%) .....	17
Graphique 9 : Taux d'inflation et anticipation d'inflation en Inde (%) .....	20
Graphique 10 : Prévision de croissance pour 2015 .....	24
Graphique 11 : Taux de chômage et taux d'emploi dans la zone euro .....	25
Graphique 12 : Evolution de la dette publique de la zone euro (% du PIB) .....	25
Graphique 13 : % de prêts non productifs .....	28
Graphique 14 : Taux d'endettement du secteur privé .....	28
Graphique 15 : Evolution de l'investissement dans la zone euro .....	28
Graphique 16 : Evolution de la dette publique allemande (% du PIB) .....	34
Graphique 17 : Evolution du taux de croissance au Luxembourg .....	36
Graphique 18 : Evolution du solde des Administrations publiques luxembourgeoises .....	37
Graphique 19 : Evolution de la dette publique luxembourgeoise (en % du PIB) .....	38
Graphique 20 : Evolution du chômage .....	40
Graphique 21 : Recours au chômage partiel .....	40
Graphique 22 : Performances comparées du Luxembourg et de la zone euro en 2014 .....	41
Graphique 23 : Projections de croissance du Luxembourg en 2015 .....	43
Graphique 24 : Piliers de la stratégie économique recommandée par la Com. européenne .....	45
Graphique 25 : Taux de réponse des pays développés aux recommandations de l'OCDE .....	49
Graphique 26 : Taux de réponse aux recommandations de la Commission européenne .....	49
Graphique 27 : Ecart de rémunération entre secteurs privé et public en Europe en 2010 .....	58
Graphique 28 : Ecart entre âge effectif et âge légal de départ à la retraite .....	61
Graphique 29 : Valeur ajoutée et emploi dans le secteur des nouvelles technologies aux Etats-Unis .....	64
Graphique 30 : Proportion de salariés rémunérés au voisinage du salaire social minimum .....	64

## Liste des encadrés

Encadré 1: Les risques russes.....	19
Encadré 2 : Zone euro, des raisons d’y croire.....	23
Encadré 3 : Quand la Finlande perd le nord .....	24
Encadré 4 : La guerre des Banques centrales aura-t-elle lieu?.....	26
Encadré 5 : Unlucky Lux .....	41
Encadré 6 : Consolidation budgétaire, épisode IV.....	44
Encadré 7 : Qu’entend-on par « réformes structurelles » ?.....	46
Encadré 8 : Les externalités de la « conjugaison » de l’impôt.....	51
Encadré 9 : A quand une modernisation du <i>Bëllegen Akt</i> ? .....	56
Encadré 10 : Allocation de famille, un bonus pour enfant dans la Fonction publique.....	58
Encadré 11 : RMG - coup de pouce à l’emploi? .....	65

## Avant propos

### 2015 : Année 0 = nouveau départ ?

Vous tenez entre vos mains le deuxième avis annuel de la Fondation IDEA asbl. Dans la même veine que l'an dernier, IDEA tente, dans une approche qui se veut différente, abordable, fraîche et (im)pertinente, d'esquisser les grandes évolutions macroéconomiques internationales et de les transposer au microcosme luxembourgeois.

« Le Luxembourg est une île », le Luxembourg est isolé des contraintes internationales, le Luxembourg est différent. Tel a souvent été, de manière caricaturale, explicite ou non, la conviction intime de maints commentateurs de la vie socio-économique luxembourgeoise. Peut-être cet adage n'est-il pas totalement dénué de mérites, car il s'avère souvent utile de réfléchir stratégiquement ou du moins avec une « vue d'hélicoptère », de ne pas se laisser engoutir par le rythme trépidant de la vie politique et médiatique moderne. Il faut en d'autres termes se garder de tomber dans le piège des réformes et des contre-réformes sans fin, des « réformes pour les réformes ». Car parfois, « plus cela change, plus cela reste pareil », pour paraphraser un chapitre du présent avis.

Or, il me semble que de plus en plus, le Luxembourg se rend compte qu'il n'est justement pas à l'abri. Son modèle d'affaires est mis en cause par certaines sources internationales. Les préjugés et le « *Luxembourg-bashing* » ont pris des proportions inquiétantes en 2014. La croissance potentielle demeure en outre peu élevée pour un pays « gâté » par une évolution économique fulgurante au cours des décennies ayant précédé la crise. Le chômage a quadruplé sur 20 ans alors que le nombre d'emplois a quasiment doublé...

Par ailleurs, le Luxembourg demeure solidement ancré dans sa tradition européenne. C'est un grand avantage, car chaque étape d'intégration majeure - la genèse du Marché Unique, l'ouverture des frontières dans l'espace Schengen, l'introduction de l'euro - a été accompagnée par un dynamisme socio-économique spectaculaire dans notre pays.

Quand l'Europe va bien, le Luxembourg va encore mieux. Qu'en est-il alors si l'Europe ne va pas si bien ? Une succession de crises a secoué le Vieux Continent, laissant des traces et des cicatrices durables. Se montrant optimiste sans pour autant crier victoire, IDEA estime qu'économiquement parlant, l'Europe va mieux, même si elle demeure à la traîne vis-à-vis d'autres blocs économiques. En attendant, le Luxembourg devrait tirer son épingle du jeu. La croissance en 2015 pourrait atteindre le même niveau qu'en 2014, soit quelque 3%. Il s'agirait d'une première depuis la crise, dans la mesure où le rythme de croissance afficherait un même (assez bon) niveau deux années d'affilée.

Conformément à la recommandation du Secrétaire général de l'OCDE, José Ángel Gurría, qui a récemment affirmé qu'il est préférable de « réparer le toit quand il fait beau », les années 2015 et 2016 pourraient s'avérer particulièrement propices aux réformes. L'année 2015 est l'année 0 du « nouveau Luxembourg » : je pense notamment au premier budget estampillé « nouvelle génération », à l'entrée en vigueur de l'échange automatique d'informations, et à la Présidence luxembourgeoise du Conseil européen au second semestre 2015. Cette dernière offre au Luxembourg une occasion en or : celle de rectifier durablement le tir en matière de clichés erronés – ces derniers ne sont manifestement guère en voie de disparition.

Terme maltraité et sur-interprété, les « réformes structurelles » sont celles qui touchent aux fondements de l'économie et de la société. Elles demeurent essentielles pour préparer notre avenir. Les recommandations en la matière sont bien documentées ; IDEA en avait développé l'an dernier dans son avis annuel et ne compte pas revenir dessus en détail.

Par contre, pour cette édition, IDEA a eu l'audace de présenter un premier inventaire (non-exhaustif) de certaines distorsions socio-économiques caractérisant encore le Luxembourg. Pour simplifier, ce sont des « choses qui ont toujours été comme cela » mais dont la pertinence, la valeur ajoutée sociétale, le coût à charge de la collectivité ou l'équité posent de sérieuses questions quant à leur (nécessaire ?) pérennité.

Pour ces distorsions, l'argumentation d'IDEA se veut factuelle et honnête, tout en recourant au ton le moins formel et alambiqué possible. Les pistes de réflexion sont assez génériques, conformément à la volonté d'IDEA de contribuer au débat d'idées sans l'étouffer. Nous partons du principe que peu de lecteurs partageront sans réserve l'ensemble des idées et la façon dont elles sont présentées. Or nous estimons que relève des missions, voire de l'ADN, d'IDEA justement le fait de « titiller » l'opinion ou de placer des thèmes nouveaux, abordés sous des angles assez inédits. Il est en tout cas sûr que ces idées se prêtent parfaitement à un débat contradictoire.

Le FMI, dans ses récentes projections macroéconomiques mondiales, semble dire entre les lignes que la « nouvelle médiocrité » économique risque de devenir la « nouvelle réalité » économique. Ceci veut dire que malgré des perspectives à court terme assez favorables, les taux de croissance potentielle des économies avancées demeurent faibles. La plupart des économies avancées sont par ailleurs enfermées dans une trappe de productivité, les gains afférents n'étant plus ce qu'ils avaient l'habitude d'être.

Ces économies devront donc se réinventer pour continuer d'être Premier violon dans l'orchestre mondial des économies. Pour paraphraser Robert Schuman<sup>1</sup>, « *le succès économique ne se fera pas d'un coup, mais dans une construction d'ensemble : il se fera par des réalisations concrètes créant d'abord une compétitivité de fait* ». L'heure est à la prise de conscience que nous ne pouvons rester ce que nous sommes que pour autant que nous nous remettons en question.

Marc Wagener

Directeur chargé des affaires courantes

---

<sup>1</sup> Citation de la déclaration Schuman du 9 mai 1950 : L'Europe ne se fera pas d'un coup, ni dans une construction d'ensemble: elle se fera par des réalisations concrètes créant d'abord une solidarité de fait.

## 1. Introduction

Les observateurs de l'économie mondiale en général (et de l'économie de la zone euro en particulier) sont depuis 2011 comme le héros du film d'Harold Ramis *un jour sans fin*<sup>2</sup> ; ils revivent sans cesse la même situation. En début d'année, ils anticipent une vive reprise de l'économie mondiale, avant de se rendre compte en fin d'année que la croissance aura été plus faible que prévue. Ainsi, le Fonds Monétaire International (FMI) a systématiquement revu à la baisse en fin d'année (au mois d'octobre) ses premières prévisions de croissance pour l'année en cours (publiées au mois de janvier) depuis 2011, et l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) a présenté, en février 2014, une note pour expliquer ses erreurs de prévision systématiques depuis la crise de 2008 et faire amende honorable<sup>3</sup>.

Vu les nombreuses incertitudes (évolution du prix du pétrole, effets de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), évolution du commerce international, impact de la politique américaine sur les marchés des pays émergents, etc.) et menaces (tensions géopolitiques, tensions financières, risque de déflation, etc.) qui entourent la macro-économie mondiale, il est hélas hautement probable que l'année 2015 ne soit toujours pas (pour de nombreux pays) celle du retour d'une croissance économique forte. A croire que le monde vit une crise économique sans fin...

Selon les premières prévisions économiques<sup>4</sup> du FMI en 2015 (publiées en janvier), la croissance mondiale devrait pourtant légèrement accélérer et atteindre 3,5% (après 3,3% en 2014). Mais en réalité, cette croissance, masque des situations très hétérogènes.

**Le rebond serait ainsi particulièrement vigoureux aux Etats-Unis** qui, depuis le deuxième trimestre 2014, se trouvent sur une dynamique de forte croissance tirée par toutes les composantes de la demande domestique. Preuve de ce dynamisme retrouvé, la Banque centrale américaine (Fed), après avoir mis un terme à son troisième assouplissement quantitatif en octobre 2014<sup>5</sup>, a modifié sa communication (elle évoque désormais une activité progressant à un « rythme solide » aux Etats-Unis, et ne déclare plus devoir faire preuve de « patience » avant d'entamer la normalisation de sa politique monétaire).

Le **Japon**, qui avait placé de grands espoirs dans les *Abenomics*<sup>6</sup>, n'a pas su transformer l'essai et continue de voir sa dette publique s'envoler. La hausse de la taxe sur la consommation (en avril 2014) qui devait participer au rééquilibrage des comptes publics a littéralement plombé l'économie et conduit à de nouvelles élections. La politique monétaire (particulièrement accommodante) de la Bank of Japan (BoJ) reste en soutien de l'économie - affaiblissant le Yen et garantissant les conditions de financement à moindre coût de la dette publique - mais apparaît de plus en plus comme prisonnière de la situation de surendettement de l'Etat nippon. Les mesures annoncées par le nouveau gouvernement Abe en fin d'année 2014 (plan de relance de 3,5 trillions de Yen, soit environ 24 milliards EUR, report de la prochaine hausse de la taxe sur la consommation à 2017)

---

<sup>2</sup> Plus connu au Luxembourg sous le titre allemand : « Und täglich grüßt das Murmeltier ».

<sup>3</sup> OECD forecasts during and after the financial crisis: A Post Mortem, OCDE (2014).

<sup>4</sup> <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2015/update/01/pdf/0115f.pdf>.

<sup>5</sup> Ralentissement progressif des achats d'actifs par la FED entre janvier et octobre 2014 dans le cadre du *tapering*.

<sup>6</sup> Politique économique à 3 flèches (politique monétaire accommodante, politique budgétaire flexible, train de réformes structurelles) du premier ministre Shinzo Abe.

devrait favoriser la hausse de l'activité en 2015, mais dans le même temps renforcer la situation de « **fiscal dominance**<sup>7</sup> » qui prévaut au Japon depuis plus d'une décennie.

Les **pays émergents - convergents jadis, divergents aujourd'hui** - ont vu leur croissance ralentir en 2014 (4,4% après 4,7% en 2013). Cette tendance globale au ralentissement s'est faite dans un contexte de grande disparité. On retrouve, fort logiquement, cette **disparité au sein des BRIC**<sup>8</sup>. Si ces derniers ont montré leur unité en 2014 avec le projet de création d'une banque commune (Nouvelle Banque de Développement), ils ont toutefois avancé en 2014 - et avanceront en 2015 - en ordre dispersé en termes de croissance.

La **zone euro**, qui a connu bien des changements institutionnels sur les 4 dernières années, verrait, pour la première fois depuis 2008, tous les pays membres afficher une croissance positive en 2015. Cet « exploit » indique que la zone euro, qui devrait atteindre un taux de croissance de 1,3% en 2015 (après 0,8% en 2014), va « un peu » mieux. Ce mieux ne doit toutefois pas être une prime au relâchement, tant les défis de la zone euro sont nombreux, et les séquelles de la crise profonde.

Dans les pays en difficulté (GIPSI)<sup>9</sup>, hormis l'Irlande (et dans une moindre mesure l'Espagne), l'on observe plus une convalescence prometteuse qu'une guérison effective. La Grèce, avec son taux d'endettement public de près de 175% du PIB (malgré deux plans d'aide et une restructuration) est dans une situation de défaut virtuel permanent ; l'Italie, malgré les « réformes Renzi », fait du surplace ; et le rebond de l'économie portugaise est encore trop faible pour absorber significativement les capacités de production excédentaires dans le pays.

**Les 3 principaux partenaires commerciaux du Luxembourg** (la France, l'Allemagne, et la Belgique) connaîtront, cette année encore, des fortunes diverses. La France, après 3 années consécutives de croissance très faible (0,3% en moyenne) et avec plus de 10% de chômage, « espère » atteindre une croissance de 1% en 2015 ; tandis que l'économie allemande, qui a connu un léger passage à vide aux deuxième et troisième trimestres 2014, devrait progresser de près de 2% en 2015, et continuer à afficher de bons résultats sur le front de l'emploi (taux de chômage de l'ordre de 5%). Le couple franco-allemand semble ainsi être de plus en plus déséquilibré. La Belgique, entre fragilités structurelles, réformes impopulaires, et dette publique élevée, afficherait un taux de croissance de 1,5% en 2015.

Dans cet environnement de (nouveau) rebond de la zone euro, **l'économie luxembourgeoise - après un taux de croissance de 3%<sup>10</sup> en 2014 - devrait de nouveau croître autour de 3% cette année. Mais plus que le taux de croissance<sup>11</sup>, c'est la capacité du gouvernement<sup>12</sup> à approfondir les « réformes » et corriger les distorsions socio-économiques qui importe avant tout.**

---

<sup>7</sup> La « fiscal dominance » est une situation où la politique monétaire est « prise en otage » par la politique budgétaire.

<sup>8</sup> Brésil, Russie, Inde, Chine.

<sup>9</sup> Greece, Ireland, Portugal, Spain, Italy.

<sup>10</sup> Le deuxième plus fort taux observé dans le pays depuis la crise.

<sup>11</sup> Dont une lecture alternative consisterait à dire qu'il sera bien inférieur aux performances moyennes des années splendides (milieu des années 1980-2007) et insuffisant pour financer durablement le modèle social luxembourgeois.

<sup>12</sup> En accord avec les corps intermédiaires (chambres professionnelles, syndicats).

Après avoir présenté l'année dernière « 10 chantiers pour un point de croissance »<sup>13</sup>, nous soumettons cette année « 7 distorsions à corriger » pour un Luxembourg plus juste et plus efficace.

---

<sup>13</sup> Voir: « Le Luxembourg au carrefour décisif : comment réinventer la croissance sous contrainte budgétaire », Fondation IDEA (2014).

## 2. Perspectives économiques : conjoncture mondiale

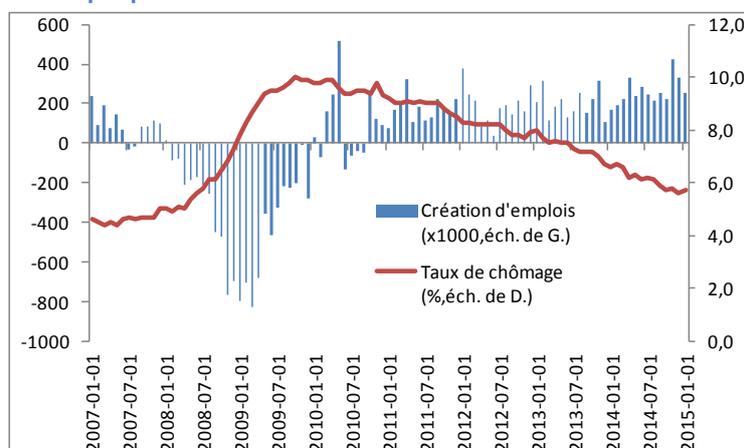
### Etats-Unis : les (bons) mots de la Fed, thermomètre de la (bonne) santé de l'économie

Dans son discours sur l'Etat de l'Union du 20 janvier 2015, le président des Etats-Unis a déclaré « *The shadow of crisis has passed, and the State of the Union is strong* ». Contrairement aux dirigeants européens prompts à déclarer, à tort, que « la crise de la zone euro est terminée », le président américain dit sans doute vrai. Pour s'en convaincre, il suffit d'observer le « glissement sémantique » des communiqués de la Banque centrale américaine (Fed).

Après l'arrêt définitif du troisième volet de l'assouplissement quantitatif (QE3) en octobre 2014, la Fed a opéré une modification importante dans sa communication. Ainsi, elle a déclaré dans le communiqué de presse, diffusé après sa réunion de politique monétaire du mois de janvier 2015, que « l'activité économique américaine progressait à un rythme solide », alors qu'elle parlait de « rythme modéré » dans ses précédentes communications. Ce « glissement sémantique » confirme, plus encore que la déclaration du président Obama, que les Etats-Unis sont désormais sur un sentier de croissance robuste. Il suggère également qu'à l'opposé des politiques monétaires encore très accommodantes et expansionnistes de la BCE ou de la BoJ, la Fed pourrait engager la remontée de son taux directeur<sup>14</sup> dès le mois de juin 2015<sup>15</sup>.

Cette modification du propos de la Fed repose sur des statistiques bien orientées. Après 2,4% en 2014, la croissance américaine devrait accélérer en 2015 (croissance attendue autour des 3%) avec pour moteur essentiel la demande intérieure privée. Cette croissance continuera par ailleurs d'être riche en emplois. Ainsi, après plus de 3 millions d'emplois créés en 2014, l'économie américaine a débuté l'année 2015 par la création de 257.000 emplois supplémentaires au mois de janvier. Ce rythme soutenu de création d'emplois, qui devrait perdurer durant toute l'année, emmènera le taux de chômage américain (actuellement à 5,7%) à des niveaux proches du plein emploi (autour de 5,5%).

Graphique 1 : Situation du marché du travail aux Etats-Unis



Source: FRED economic data

<sup>14</sup> Compris entre 0% et 0,25% depuis décembre 2008.

<sup>15</sup> Cela est d'ailleurs confirmé par le communiqué de presse publié en mars 2015 dans lequel la Fed ne déclare plus devoir se montrer patiente avant d'entamer la normalisation de sa politique monétaire (hausse de taux).

Quand on compare les évolutions économiques des Etats-Unis à celles de la zone euro depuis la crise, il en ressort une très nette surperformance des Etats-Unis en termes de croissance et de taux de chômage. Cette bonne tenue de l'économie américaine, pourtant foyer de départ de la crise, s'explique notamment par des facteurs institutionnels, par le volontarisme des politiques budgétaire et monétaire, et par des conditions d'offre<sup>16</sup>.

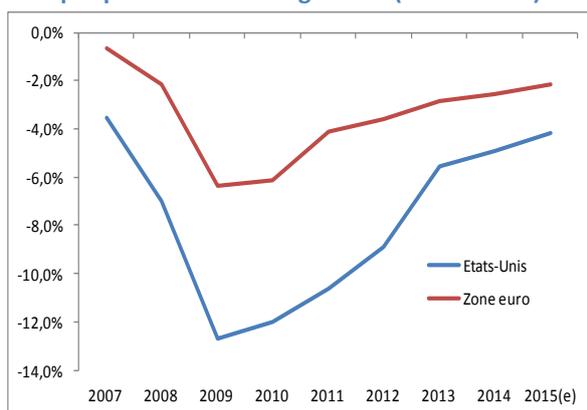
- **Facteurs institutionnels**

Contrairement à la zone euro - jeune, fragmentée, ayant accueilli depuis le début de la crise 6 nouveaux membres (Chypre, Malte, Slovaquie, Estonie, Lettonie, Lituanie) - les Etats-Unis jouissent d'un sérieux institutionnel en matière économique qui ne souffre d'aucun questionnement. Cette stabilité institutionnelle *de jure* (50 Etats unis, un budget fédéral, l'existence de transferts, une monnaie puissante) l'immunise *de facto* contre toute situation de stress financier concernant l'irrévocabilité du dollar. Ce facteur institutionnel, quoique difficilement mesurable, a pleinement bénéficié aux Etats-Unis qui n'ont pas eu à tenir de « sommet de la dernière chance » contrairement à la zone euro qui les a multipliés afin de préserver la monnaie unique et éviter un Grexit.

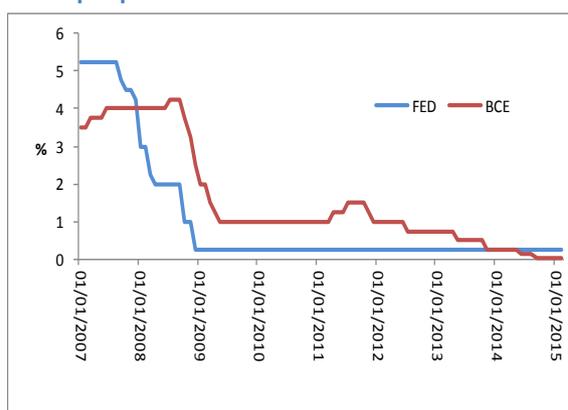
- **Volontarisme des politiques budgétaire et monétaire**

Si très rapidement les pays de la zone euro ont dû, en quête de crédibilité, commencer à assainir leurs finances publiques dans un environnement dégradé<sup>17</sup>, les Etats-Unis ont pu dans un premier temps laisser filer leurs déficits<sup>18</sup>, puis ont mené leur assainissement dans un contexte économique plus favorable<sup>19</sup>. Ainsi, alors que le déficit public de la zone euro était fin 2014 sous les 3% du PIB, il restait proche des 5% du PIB aux Etats-Unis. Par ailleurs, la politique monétaire américaine a été plus accommodante et plus réactive que celle de la BCE. Le taux directeur de la Fed a été ramené proche de 0% dès 2008, alors que le principal taux directeur de la BCE était encore à 1% en 2011; de même, la Fed a déclenché son assouplissement quantitatif dès 2008, alors que la BCE a attendu jusqu'en 2015 pour véritablement lancer le sien.

Graphique 2 : Soldes budgétaires (en % du PIB)



Graphique 3 : Evolution des taux directeurs



Source: Macrobond

<sup>16</sup> Pour une analyse complète du découplage entre les croissances des Etats-Unis et en zone euro voir : Etats-Unis et zone euro : le lièvre et la tortue, Fondation IDEA (à paraître).

<sup>17</sup> Ce qui a eu un effet récessif dans plusieurs Etats membres.

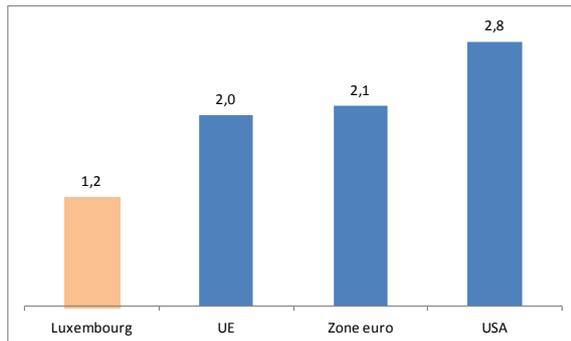
<sup>18</sup> Ce qui a été un soutien public à l'activité.

<sup>19</sup> Effet de freinage moindre sur la croissance.

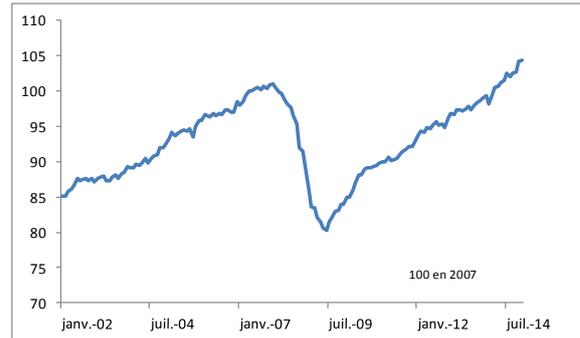
- **Conditions d'offre**

Un autre facteur explicatif de la sortie rapide de la crise de l'économie américaine tient à la situation de l'offre, qui y est très favorable. Grâce à un marché du travail flexible, un niveau de compétitivité structurellement élevé (et qui a pu bénéficier en 2010-2013 de la révolution du gaz de schiste), des coûts salariaux maîtrisés, des efforts en R&D conséquents (2,8% du PIB), un système d'innovation intégré qui permet sans cesse un renouvellement du landerneau des affaires, l'économie américaine a pu vite rebondir et connaît d'ailleurs un nouveau cycle de ré-industrialisation.

**Graphique 4: Dépenses de R&D en % du PIB en 2013**



**Graphique 5 : Production manufacturière aux USA**



Sources: Eurostat, FRED economic data

Forts de ces avantages compétitifs, les Etats-Unis pourraient même connaître quelques tensions sur le coût de la main d'œuvre à mesure que le taux de chômage convergera vers le taux de chômage naturel.

Cet environnement très porteur est toutefois entouré de quelques facteurs de risque, dont certains sont potentiellement dangereux à moyen terme. Parmi les plus aigus : la hausse des inégalités dans un contexte de modération des salaires réels et d'effets de richesse rendus possible par la hausse des prix des actifs, les différends politiques entre démocrates et républicains, le plafond de dette qui expire en 2015, l'appréciation du dollar alors que la Fed devrait amorcer à partir de mi-2015 le mouvement de remontée du taux directeur, les prix de certains actifs (notamment des valeurs technologiques) élevés et qui pourraient dégénérer en bulles financières, l'éloignement du marché du travail de certains demandeurs d'emploi découragés<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> Et qui de ce fait ne figurent plus dans les statistiques du chômage.

**A suivre en 2015 :**

L'orientation de la politique monétaire et les « mots » des communiqués de presse de la Fed ;

L'évolution du prix du pétrole et les investissements dans le pétrole de schiste ;

L'évolution du marché du travail et des salaires ;

Les dépenses d'investissement des entreprises (notamment du secteur énergétique) ;

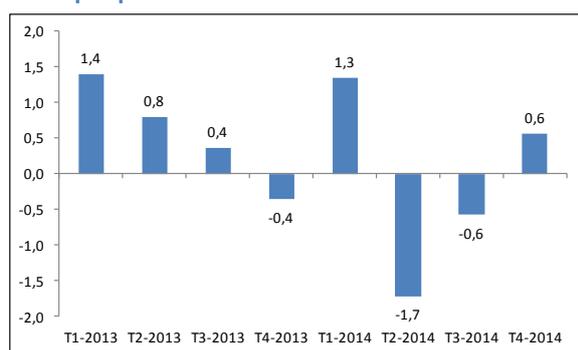
L'évolution du prix des actifs (actions, immobilier).

## Japon : il y a toujours une guêpe pour piquer un visage en pleurs

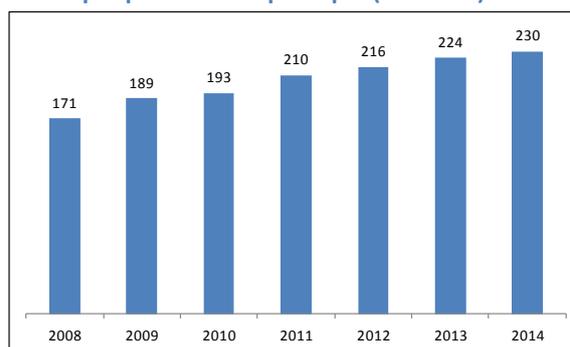
Lors des élections législatives japonaises de 2012, Shinzo Abe, qui allait devenir le futur premier ministre, déclara vouloir « remettre le Japon sur pied<sup>21</sup> » après le terrible tremblement de terre de 2011. Une fois élu, il précisa sa pensée en présentant sa politique économique (*Abenomics*) centrée sur deux objectifs principaux : sortir le Japon de la déflation avec le soutien d'une politique monétaire très accommodante, et favoriser le retour durable de la croissance par la relance budgétaire et des « réformes structurelles ».

Dans un premier temps, les *Abenomics* furent un franc succès. Alimentée par un *policy mix* très vigoureux - politique monétaire très expansive et dépenses budgétaires élevées - l'économie japonaise a cru au rythme soutenu de 1% par trimestre au premier semestre 2013. Mais à partir du troisième trimestre le rythme de croissance a ralenti, de telle sorte que le taux de croissance annuel du Japon ne fut que de 1,5% en 2013. Si au premier trimestre 2014, l'économie japonaise a rebondi (+1,6% après -0,4% au dernier trimestre 2013) soutenue par la consommation des ménages, elle connaîtra toutefois un nouvel épisode récessif (-1,7% au T2 et -0,6% au T3), plombée par la hausse de trois points de TVA<sup>22</sup> au 1<sup>er</sup> avril 2014 (de 5% à 8%), héritée du précédent gouvernement et nécessitée par la dette publique colossale (230% du PIB).

Graphique 6 : Evolution trimestrielle du PIB



Graphique 7 : Dette publique (% du PIB)



Source: OCDE

Cette hausse de TVA (la première depuis 1997) a particulièrement impacté la demande privée (chute marquée de la consommation des ménages et des investissements dans l'immobilier). En conséquence, sur l'ensemble de l'année 2014 le PIB japonais fit du surplace (+0%).

Alors qu'une nouvelle hausse de deux points de TVA était prévue pour le mois d'octobre 2015, le premier ministre Shinzo Abe convoqua des élections législatives anticipées en décembre 2014, présentées comme un « référendum » en faveur des *Abenomics* et pour un report de la prochaine hausse de TVA. Sorti grand vainqueur de ces élections, il a décidé de reporter de 18 mois la prochaine hausse de TVA (désormais elle interviendra au mois d'avril 2017) et confirmé le « volontarisme » des *Abenomics* en annonçant notamment un nouveau plan de relance de 3,5 trillions de Yen (24 milliards d'euros) et une baisse prochaine du taux d'impôt sur les sociétés (actuellement à 36%) sous les 30%. Coup de pouce qui devrait permettre à l'économie nippone de progresser de 0,5% en 2015, ces mesures (report de la TVA, plan de relance, baisse prochaine du

<sup>21</sup> Nihon o torimodosu.

<sup>22</sup> Appelée taxe sur la consommation.

taux d'impôt sur les sociétés) - tout comme la poursuite de la politique très accommodante de la BoJ- ne suffiront cependant vraisemblablement pas à résoudre les problèmes de fond du Japon (dette élevée, tension sur le marché du travail, recul de la population active, croissance potentielle très faible (0,2%).

La troisième flèche des *Abenomics* (les « réformes structurelles ») qui n'a toujours pas montré sa pleine efficacité, car trop timidement lancée, est dans ce contexte toujours hautement nécessaire. Elle seule est capable d'augmenter la croissance potentielle du Japon et de le sortir durablement de la déflation, les *stimuli* (budgétaire et monétaire) ne pouvant être indéfiniment mobilisés<sup>23</sup>. Shinzo Abe devrait donc profiter de son succès aux urnes pour lancer une stratégie audacieuse en matière de croissance reposant sur un meilleur fonctionnement du marché du travail (participation accrue des femmes, *brain-gain* de talents étrangers, assouplissement de la protection de l'emploi), un renforcement de la concurrence (abaissement du niveau de protectionnisme), et des mesures crédibles d'assainissement budgétaire (suppression de niches fiscales, maîtrise des dépenses en lien avec l'organisation des jeux olympiques en 2020, recettes exceptionnelles (privatisation)).

---

<sup>23</sup> Le policy-mix du Japon tourne déjà à plein régime sans pour autant produire les effets (hausse de la croissance potentielle, éloignement du risque de déflation) tant attendus.

**A suivre en 2015 :**

L'orientation de la politique monétaire de la BoJ ;

L'évolution du cours du Yen ;

La stratégie de croissance du gouvernement ;

L'évolution de l'inflation ;

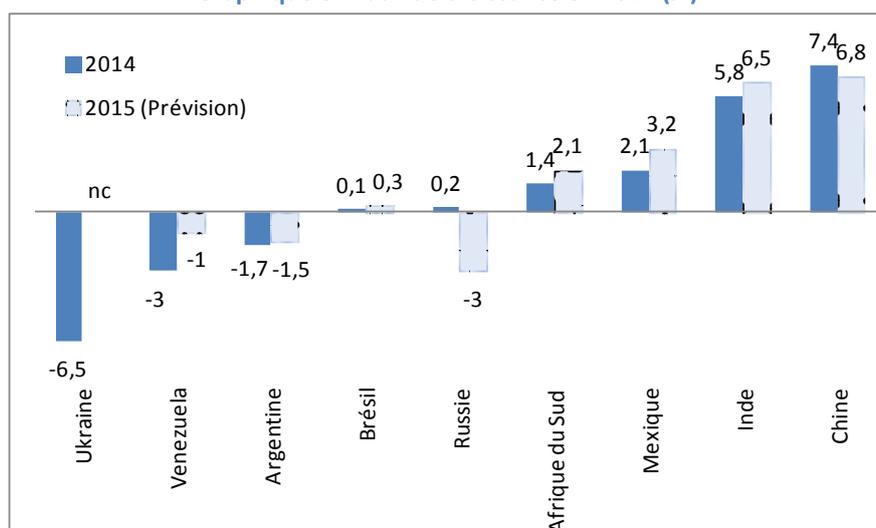
L'évolution de la dette publique et du rendement des JGB (*Japanese government bonds*).

## Pays émergents : le bazar du BRIC-à-brac

Les pays émergents ont été parfois, par facilité d'analyse, présentés comme un groupe homogène de pays convergents vers les pays développés et suivant leur propre sentier de croissance<sup>24</sup>. 2014 a mis définitivement à mal cette grille d'analyse avec des évolutions contrastées parmi les différentes économies émergentes, et avec la confirmation que leurs cycles (économiques et financiers) demeurent en réalité très dépendants de celui des pays développés.

Les taux de croissance parmi les pays émergents en 2014 ont ainsi fortement varié suivant des caractéristiques propres à chaque pays (producteur ou importateur de matières premières, stabilité politique, niveau de déficits extérieurs, présence de tensions sociales, etc.), infirmant l'hypothèse d'un groupe de pays homogènes. Certains pays émergents ont par ailleurs démontré leur forte dépendance aux pays développés en enregistrant des taux de croissance moindres qu'anticipés (du fait d'une reprise modérée de la demande extérieure en provenance des Etats-Unis et de la zone euro), et en connaissant certains épisodes sévères de stress financier (tensions sur les marchés de capitaux, dépréciation des taux de change, forte modification des taux directeurs) directement liés aux décisions de politique monétaire des grandes banques centrales (Fed en tête).

Graphique 8 : Taux de croissance en 2014 (%)



Source: FMI

Sur la base de cette hétérogénéité constatée et à cause des craintes sur la soutenabilité de la croissance de certains membres des BRIC, de nouvelles « sous-catégories » (CIVET<sup>25</sup>, MINT<sup>26</sup>) ont été constituées et présentées comme les « émergents du futur ». Ces nouvelles sous-catégories souffrent hélas de contenir (de nouveau) des pays avec des régimes politiques, des niveaux de développement économique et de vulnérabilité financière très disparates.

Les taux de croissance très différenciés observés parmi les pays émergents - et parmi les BRIC, encore groupe de référence des émergents - en 2014, persisteront en 2015 (cf. graphique 8), les différences structurelles (cf. tableau 1) entre ces pays n'ayant pas été gommées.

<sup>24</sup> Idée de découplage entre la croissance des pays émergents et la croissance des pays développés.

<sup>25</sup> Colombie, Indonésie, Vietnam, Egypte, Turquie.

<sup>26</sup> Mexique, Indonésie, Nigéria, Turquie.

Tableau 1 : Forces et faiblesses des pays émergents

Pays	Croissance potentielle	Coût du travail trop élevé ?	Sorties de capitaux ?	Déficits extérieurs structurels ?	Faiblesse de l'industrie ?	Inflation élevée ?	Effet des prix bas des matières premières
Chine	forte	oui	oui	non	non	non	favorable
Brésil	moyenne	oui	oui	oui	oui	oui	neutre
Mexique	faible	non	oui	oui	non	non	neutre
Afrique du Sud	forte	non	oui	oui	oui	oui	défavorable
Turquie	faible	oui	oui	oui	oui	oui	favorable
Inde	forte	non	non	oui	oui	oui	favorable
Russie	faible	oui	oui	non	oui	oui	défavorable
Emergents d'Asie hors Chine et Inde	assez forte	non	oui	non	non	oui	favorable

Source: Natixis

Ainsi, deux membres des BRIC (le Brésil et la Russie) se trouvent actuellement au pied du mur, tandis que l'Inde, seul membre des BRIC pour lequel les prévisions de croissance du FMI (pour 2015 et 2016) sont restées inchangées entre octobre 2014 et janvier 2015, connaît un renouveau. La Chine est dans une situation particulière ayant « décidé » d'elle-même (dans le cadre du 12<sup>ème</sup> plan quinquennal) de ralentir sa croissance.

Les perspectives économiques du **Brésil** pour l'année 2015 sont pour le moins moroses, entre stagflation - inflation élevée (7% alors que la cible est de 4,5%), faible croissance (entre 0% et 0,5%) - et accroissement de la dette publique (qui a dépassé en 2014 le seuil symbolique des 60% du PIB). Le rééquilibrage budgétaire visé par le nouveau gouvernement brésilien<sup>27</sup> - afin d'éviter une dégradation de la notation souveraine du pays - et l'orientation de la politique monétaire de la Banque centrale brésilienne<sup>28</sup> - afin de maîtriser l'inflation et d'empêcher une chute trop prononcée du real - pourraient même conduire l'économie brésilienne à une nouvelle récession en 2015. Un scénario d'autant plus probable que les effets de la faiblesse des prix des matières premières, des difficultés de Petrobras, du « *new normal* » de la Chine (cf. infra) principale destination des exportations brésiliennes (plus de 20%), risquent de peser plus négativement encore qu'actuellement anticipé sur l'économie du pays.

La **Russie**, souffrant de la maladie hollandaise<sup>29</sup>, devrait passer une année 2015 encore plus difficile que le Brésil et connaître une sévère récession. Cette dégradation attendue de l'économie s'explique par sa dépendance aux exportations de pétrole et de gaz naturel (dont les prix devraient rester à des niveaux bas en 2015), par la perte de confiance des investisseurs dans l'économie russe<sup>30</sup> et le recul des investissements qui en découle, par le freinage de la consommation avec la hausse des prix des produits importés, et par le maintien des sanctions occidentales envers la Russie en lien avec les tensions entre le pays et l'Ukraine. Le degré de sévérité de la récession russe en 2015 (estimée à -3% par le FMI et le gouvernement russe, -3,5% par la Commission européenne, -4% par certains économistes de banques commerciales) dépendra notamment de l'évolution des prix du pétrole et du rouble (cf. encadré 1).

<sup>27</sup> Objectif d'un excédent primaire de 1,2% du PIB en 2015.

<sup>28</sup> Le taux directeur (Selic) a été porté à 12,25% en janvier 2015.

<sup>29</sup> Forte dépendance aux matières premières.

<sup>30</sup> Le mouvement de sortie des capitaux observé en 2014 devrait se poursuivre en 2015 quoiqu'à un rythme moindre.

## Encadré 1: Les risques russes

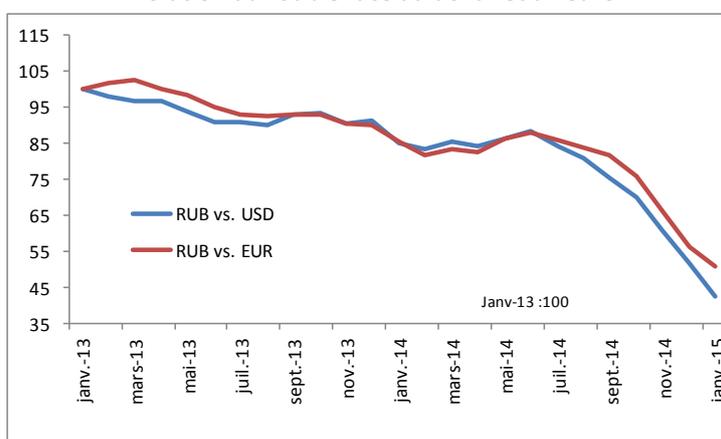
### Pétrole : un monde de brut(s)

Les cours du pétrole ont beaucoup chuté en 2014, accusant un recul de près de 45% entre avril et décembre<sup>31</sup>. Une chute qui s'explique principalement par la modification de l'offre<sup>32</sup> (avènement du pétrole de schiste aux Etats-Unis, maintien des quotas de production des membres de l'Organisation des pays producteurs de pétrole (OPEP), reprise de la production libyenne). Si depuis le début d'année les cours ont remonté (vers les 60\$ le baril pour le Brent), ils sont encore à des niveaux « problématiques » pour certains pays exportateurs très vulnérables, car ne disposant pas d'une économie suffisamment diversifiée. La Russie, dont le secteur énergétique représente 25% du PIB, 70% des exportations, 50% des recettes fiscales, et dont le « prix d'équilibre budgétaire » du pétrole<sup>33</sup> est de plus de 100\$, appartient à ce groupe. Cette faiblesse des cours du pétrole prive l'économie russe d'une rente considérable, et a d'ailleurs obligé les autorités à couper dans les dépenses publiques (baisse de 10% en 2015)<sup>34</sup>.

### Le rouble : en eau trouble

En 2014, le rouble a perdu 41% de sa valeur face au dollar et 34% face à l'euro. Une situation qui a obligé la Banque centrale russe à intervenir massivement sur les marchés (plus de 70 milliards d'euros toutes monnaies confondues) pour tenter d'enrayer la chute, et l'a conduite à augmenter son principal taux directeur à 17%. Si depuis le début de l'année le rouble s'est stabilisé, un pic de tension dans le conflit russo-ukrainien ou un recul des prix du pétrole pourrait conduire à de nouvelles tensions sur le rouble, avec effets induits sur l'économie en 2015.

Evolution du rouble face au dollar et à l'euro



Source: Macrobond

<sup>31</sup> Calcul basé sur une moyenne simple de l'évolution des prix du Brent et du West Texas Intermediate (WTI).

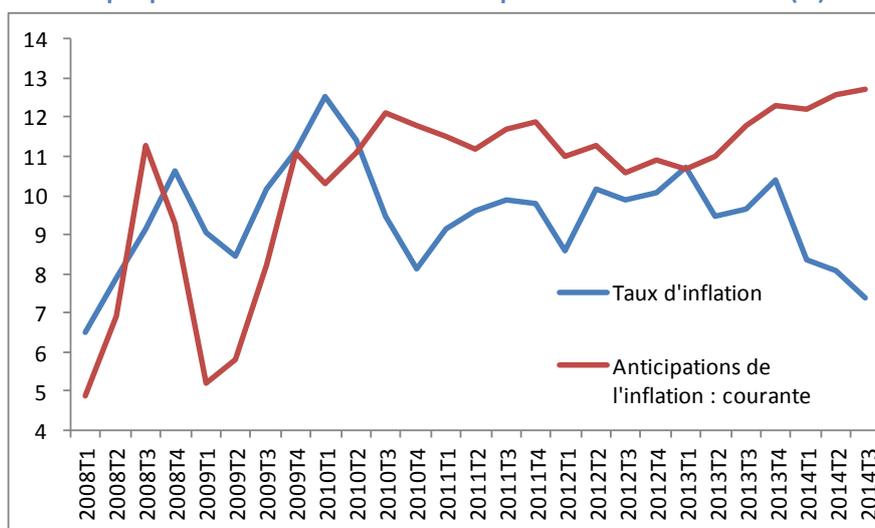
<sup>32</sup> La levée des sanctions contre l'Iran (discussions en cours) serait de nature à faire augmenter l'offre disponible sur le marché (l'Iran disposant de 9% des réserves mondiales).

<sup>33</sup> Le prix d'équilibre budgétaire est une estimation pour un pays donné du prix du pétrole qui assurerait l'équilibre entre le niveau de ses revenus fiscaux et le niveau de ses dépenses publiques.

<sup>34</sup> Voir : <http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2014/12/15/97002-20141215FILWWW00095-la-russie-revoit-ses-dependances-a-la-baisse.php>.

L'Inde, dont le taux de croissance était tombé sous les 5% en 2012 (contre plus de 7% en moyenne entre 2003 et 2011<sup>35</sup>) poursuit son rebond et a atteint 5,8% de croissance en 2014. L'économie indienne devrait continuer sur cette lancée et dépasser les 6,5% de croissance en 2015, tirant profit de la faiblesse des cours des matières premières, du repli de l'inflation (désormais proche de 5%<sup>36</sup>), du retour progressif de la confiance des entreprises et des ménages, des premiers effets positifs de certaines réformes<sup>37</sup>, de la progression des flux entrants d'investissements directs étrangers (IDE) dans le pays, et de l'assouplissement des conditions monétaires<sup>38</sup>. Quoique bien orientée en 2015, la reprise indienne demeure toutefois fragile à moyen terme ; la croissance est encore très dépendante de certains facteurs exogènes (prix des produits agricoles, demande externe, conditions climatiques), et les anticipations d'inflation sont toujours « mal ancrées ».

Graphique 9 : Taux d'inflation et anticipation d'inflation en Inde (%)



Source: OCDE

La Chine connaît, de son propre fait depuis son 12<sup>ème</sup> plan quinquennal (2011-2015)<sup>39</sup>, un nouveau régime de croissance. L'objectif affiché et recherché par les autorités chinoises dans le cadre de ce plan quinquennal était un ralentissement progressif de la croissance, qui de 10% en moyenne la décennie précédente devait converger vers 7%, tout en étant de « meilleure qualité<sup>40</sup> ». L'économie chinoise a, dans ce contexte de « réorientation de la croissance », ralenti en 2014 (7,4%) par rapport à 2013 (7,7%) ; une performance qualifiée de « *new normal*<sup>41</sup> ». En 2015, le taux de croissance devrait passer sous les 7% (à 6,8%), un nouveau ralentissement qui trouve son origine dans des facteurs structurels (resserrement du cadre réglementaire, fléchissement de la demande mondiale adressée à la Chine en lien avec la hausse des coûts de production dans le pays, résorption des surcapacités dans le secteur immobilier, désendettement des entreprises). Cette tendance devrait d'ailleurs se

<sup>35</sup> Hors 2008.

<sup>36</sup> Contre 10% en moyenne entre 2009 et 2013.

<sup>37</sup> Concernant l'environnement des affaires (marché du travail, procédure concernant les investissements, accès au crédit), et le secteur financier (mesure des « bancarisation » de millions d'Indiens).

<sup>38</sup> La Banque centrale indienne a réduit, par surprise, son principal taux directeur en janvier et en février 2015.

<sup>39</sup> Voir : [http://fr.cntv.cn/francais/special/12e\\_plan\\_quinquennal/Accueil/index.shtml](http://fr.cntv.cn/francais/special/12e_plan_quinquennal/Accueil/index.shtml).

<sup>40</sup> Modèle de développement bas carbone, priorité donnée à la demande intérieure, à l'intégration des travailleurs migrants et au pouvoir d'achat des ménages, à la réduction des inégalités régionales, à l'appui aux industries émergentes stratégiques, et à l'innovation.

<sup>41</sup> Voir : [http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201501/t20150120\\_671038.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201501/t20150120_671038.html).

prolonger en 2016 (6,3% de croissance anticipée) ; la croissance chinoise serait alors inférieure à la croissance indienne, une première depuis 1999<sup>42</sup>.

Le 13<sup>ème</sup> plan quinquennal (2016-2020) - en discussion - devrait être une phase supplémentaire de la « nouvelle transition chinoise » vers la construction d'une société harmonieuse à revenu élevé à horizon 2030<sup>43</sup>. Il s'inscrit probablement dans la continuité du précédent, articulé autour d'une meilleure allocation du capital, de la modernisation du secteur agricole, de la régulation financière, de la prise en compte des enjeux environnementaux et écologiques, du renforcement des coopérations internationales (accords de libre échange, importance diplomatique et *soft power*), du développement du secteur des services (ouverture à la concurrence), de l'équilibre social, du redéploiement industriel (renforcement des structures et des politiques d'innovation), de la projection mondiale des entreprises chinoises (IDE sortants), de l'internationalisation du Yuan, et de la modernisation et du renforcement du régime fiscale.

Cette mutation progressive de l'économie chinoise présentera à la fois des avantages et des inconvénients. Les autres pays émergents pourraient gagner des parts de marché dans les activités à fort coefficient de main-d'œuvre bon marché (habillement, assemblage électronique, etc.), bénéficier de l'appétit croissant des Chinois pour les services (par exemple le tourisme), et tirer profit des investissements extérieurs des entreprises chinoises. A l'opposé, le rééquilibrage chinois pourrait agir sur les prix des matières premières (risque de baisse des cours) et mettre en difficulté les pays émergents très dépendants des exportations de telles matières premières.

---

<sup>42</sup> Suite à une révision méthodologique opérée par l'Inde en mars 2015 (non prise en compte dans cette publication), le taux de croissance de l'économie indienne dépasserait celui de la Chine déjà en 2015.

<sup>43</sup> Voir : <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/China-2030-complete.pdf>.

**A suivre en 2015 :**

L'évolution du prix du pétrole ;

L'exécution budgétaire au Brésil ;

L'évolution de la crise russo-ukrainienne ;

L'orientation de la politique monétaire en Inde ;

Le projet du 13<sup>ème</sup> plan quinquennal chinois

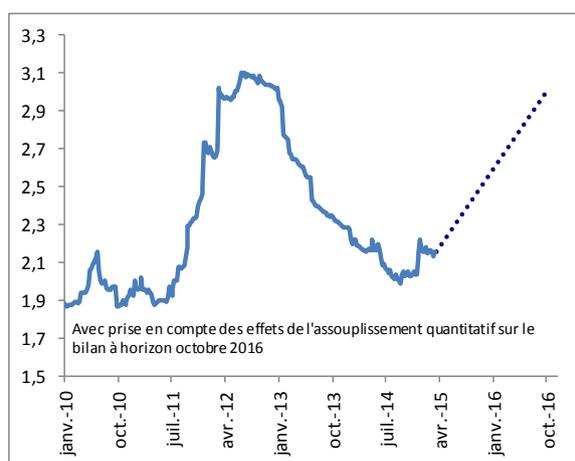
Les discussions concernant une levée des sanctions contre l'Iran.

## Zone euro : la tentation de l'optimisme

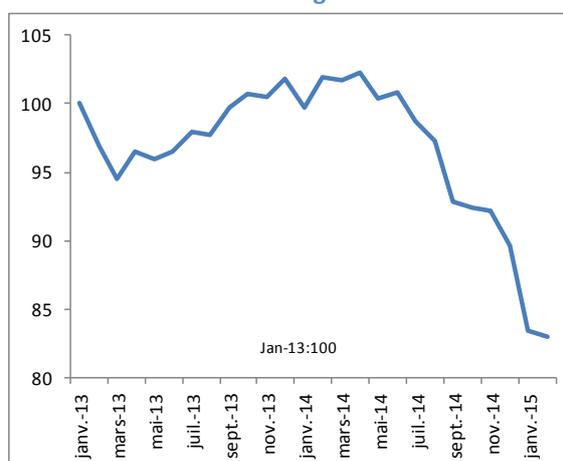
La crise de la zone euro est-elle terminée ? Pour la première fois depuis 2010<sup>44</sup>, il est « possible » de répondre par l'affirmative à cette question en avançant des éléments « tangibles ». L'Irlande, l'Espagne et le Portugal ne sont plus « sous programme<sup>45</sup> », le chômage recule, l'économie allemande reste dynamique, les obligations de consolidation budgétaire se desserrent, la résorption des déficits courants est bien avancée, la France se réforme, l'Italie renoue avec la croissance, les coûts d'emprunt des pays en difficulté ont chuté, le Grexit n'est plus une hypothèse crédible, la BCE a « osé » l'assouplissement quantitatif, la Commission Juncker a esquissé un plan d'investissement<sup>46</sup>, et les « astres » sont bien alignés (euro faible, pétrole bon marché).

### Encadré 2 : Zone euro, des raisons d'y croire

Evolution du bilan de la BCE

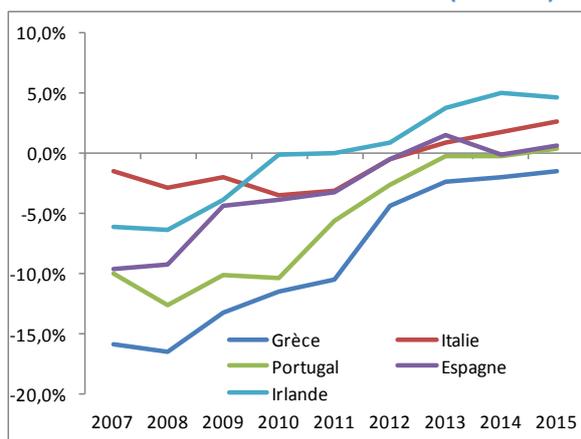


Evolution du taux de change euro-dollar

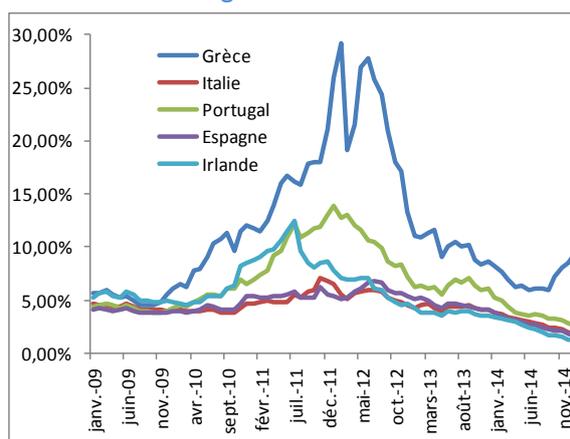


Source: Macrobond

Evolution des balances courantes (%du PIB)



Taux obligataires à 10 ans



Source: Macrobond

<sup>44</sup> Début de la crise de la dette dans la zone euro.

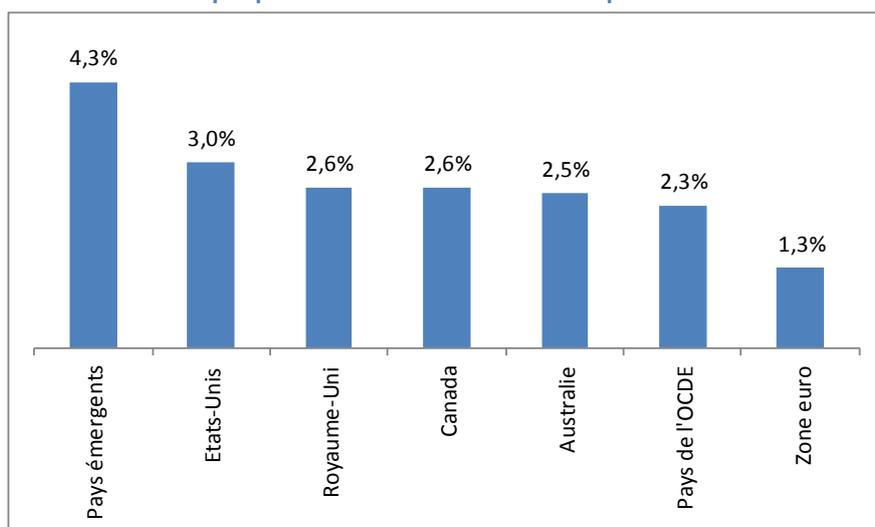
<sup>45</sup> Voir : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/index_en.htm).

<sup>46</sup> Voir : <http://www.fondation-idea.lu/2014/11/27/le-plan-juncker-dinvestissements-un-utile-jalon-qui-devrait-ependant-etre-renforce/>.

Mais s'il est vrai que la reprise de la zone euro devrait accélérer en 2015 (1,3% après 0,9% en 2014), notamment grâce à l'alignement d'astre susmentionné, de nombreuses séquelles de la crise sont encore présentes (et doivent être traitées), l'impact réel des soutiens (politique monétaire et plan Juncker) demeure incertain, et certains « défis » institutionnels sont toujours à relever.

La crise économique a considérablement réduit le **potentiel de croissance** de la zone euro qui ne connaît qu'une reprise progressive. Malgré l'accélération de la croissance en 2015, elle continue d'être une zone économique qui sous-performe en comparaison internationale. Aussi, certains « pays du cœur » connaissent des situations qui ressemblent, par certains côtés, aux « déboires » des « pays de la périphérie » (cf. encadré 3)<sup>47</sup>.

Graphique 10 : Prédiction de croissance pour 2015



Sources : OCDE, Eurostat, FMI

### Encadré 3 : Quand la Finlande perd le nord<sup>48</sup>

Le PIB finlandais a reculé de 0,1% en 2014, après des baisses de 1,3% en 2013 et 1,4% en 2012. En 2015, la dette publique du pays devrait dépasser la barre des 60% du PIB, et le déficit (comme en 2014) être supérieur à 3% du PIB (l'agence de notation Standard & Poor's a d'ailleurs enlevé à la Finlande sa notation AAA en octobre 2014).

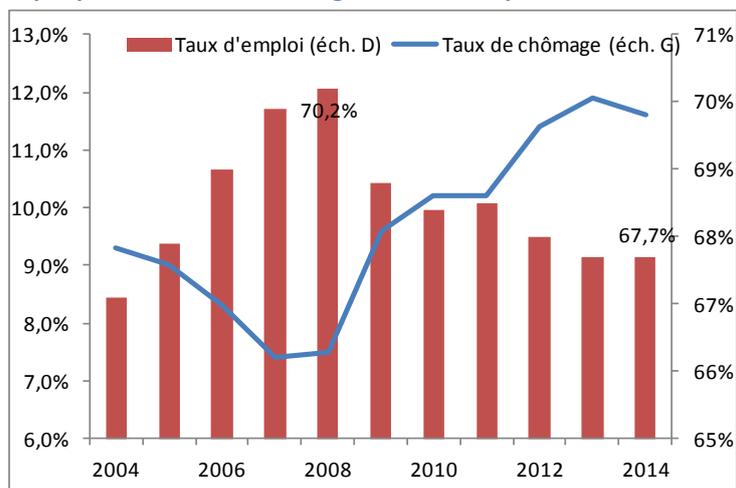
Ce relatif décrochage de l'économie finlandaise s'explique par le vieillissement de sa population active, par le recul de son niveau de productivité, par les difficultés du géant national NOKIA (qui a supprimé des milliers d'emplois, et dont les parts de marché en Smartphones ont beaucoup baissé au profit de l'iPhone d'Apple), par le recul des exportations de l'industrie bois-papier (qui souffre beaucoup de la numérisation accrue), et par la moindre demande en provenance de la Russie (3<sup>ème</sup> destination des exportations finlandaises).

<sup>47</sup> Le Luxembourg et l'Allemagne sont désormais les deux derniers pays AAA de la zone euro.

<sup>48</sup> Et l'Autriche aussi d'ailleurs; voir : <http://www.express.be/business/fr/economy/chypre-ii-lautriche-inaugure-la-premiere-mise-a-contribution-des-creanciers-pour-sauver-une-banque-depuis-ladoption-de-la-directive-europeenne/211744.htm>.

Si le **marché du travail** de la zone euro s'améliore, le taux de chômage<sup>49</sup> - certes au plus bas depuis avril 2012 - et le niveau des capacités de production non utilisées demeurent élevés. Le déficit d'emplois par rapport au pic d'avant crise s'élève ainsi actuellement à plus de 6 millions d'employés, et la zone euro compte plus de 18 millions de chômeurs.

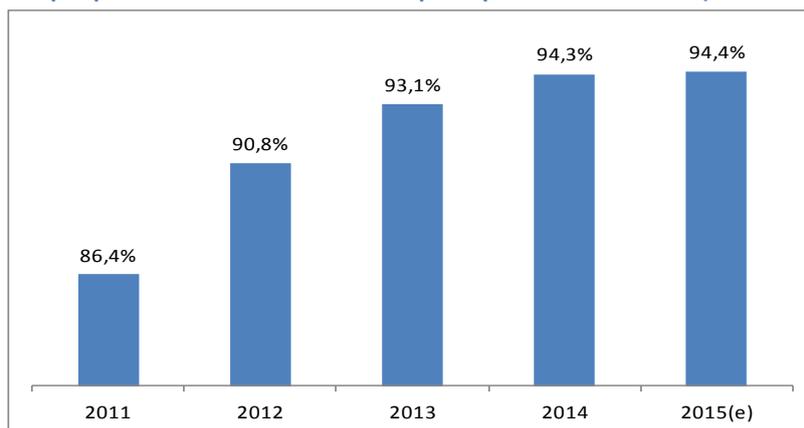
**Graphique 11 : Taux de chômage et taux d'emploi dans la zone euro**



Sources: Eurostat

Le **déficit public** est repassé sous les 3% du PIB, de telle sorte que les obligations de consolidation budgétaire parmi les pays membres soient en 2015 moins importantes que par le passé (2010-2014)<sup>50</sup>. Néanmoins, le niveau de la dette publique (94% du PIB) demeure très éloigné de la cible de Maastricht (60% du PIB). Cela suppose - à court terme - des mesures concrètes afin de respecter le critère de réduction de 1/20<sup>e</sup> de la dette publique instauré par le nouveau cadre budgétaire européen<sup>51</sup> ; et donc pour de nombreux pays de devoir dégager des excédents primaires<sup>52</sup>.

**Graphique 12 : Evolution de la dette publique de la zone euro (% du PIB)**



Source : Eurostat

<sup>49</sup> 11,2% en janvier 2015.

<sup>50</sup> Selon les prévisions de la Commission européenne, la politique budgétaire à l'échelle de la zone euro sera expansionniste en 2015.

<sup>51</sup> « Tout État membre dont le taux d'endettement dépasse 60 % du PIB fera l'objet d'une procédure pour déficit excessif (même si son déficit est inférieur à 3 %) s'il ne réduit pas d'un vingtième par an (sur une moyenne de trois ans) l'écart entre son taux d'endettement et la valeur de référence de 60 % ».

<sup>52</sup> Excédent avant paiement des intérêts sur la dette publique.

La nouvelle orientation, très accommodante, de la **politique monétaire** de la BCE<sup>53</sup> présentée le 22 janvier 2015 était, d'après le consensus des économistes, tant nécessaire que bienvenue. Elle vise « avant tout » un retour durable de l'inflation (actuellement très faible) vers un niveau inférieur à, mais proche de 2%. Elle est également un « soutien monétaire » à l'activité de la zone euro. Elle fait suite aux résultats plutôt décevants<sup>54</sup> des apports de liquidités par la BCE en septembre et décembre 2014 dans le cadre des TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations)<sup>55</sup>. Concrètement, de mars 2015 à septembre 2016, l'Eurosystème<sup>56</sup> achètera tous les mois pour un montant 60 milliards d'euros de titres des secteurs privés et publics<sup>57</sup> de la zone euro<sup>58</sup>. Une faiblesse prolongée de l'euro et un environnement de crédit porteur (faiblesse des taux, desserrement des conditions d'octroi de prêts) sont les effets (avec externalités positives<sup>59</sup>) les plus « attendus » de cet assouplissement quantitatif<sup>60</sup>.

Toutefois, le comportement des autres Banques centrales<sup>61</sup> (cf. encadré 4) est de nature à limiter l'impact de l'assouplissement quantitatif sur le taux de change effectif de l'euro, et donc le soutien tant attendu aux exportations de la zone euro vers le reste du monde.

#### Encadré 4 : La guerre des Banques centrales aura-t-elle lieu?

Zurich, le 15 janvier 2015. La Banque Nationale Suisse a abandonné le cours plancher du franc suisse face à l'euro, dans la stupeur générale, en prévision de l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE) qui était imminent (22 janvier). Cette décision qui a fait couler beaucoup d'encre est assez emblématique du comportement de diverses Banques centrales, qui désormais réagissent les unes aux décisions de politique monétaire des autres et sont pour certaines en plein « dilemme ». En apparence, les Banques centrales ne coordonnent plus vraiment leurs actions et se livrent à une guerre (monétaire) froide, preuve que l'économie mondiale est, de toute évidence, encore incapable de fonctionner sans « stimuli ».

Ayant mis un terme à son 3<sup>ème</sup> assouplissement quantitatif (QE3) en octobre 2014, il y a consensus sur le fait que la Fed poursuivra la normalisation de sa politique monétaire, un consensus qui s'explique par la bonne orientation de l'économie américaine (proche du plein emploi et marchés boursiers atteignant des sommets). Mais, la décision de la BCE de lancer un assouplissement quantitatif (dont le premier effet a été d'affaiblir l'euro face au dollar) a semblé modifier la fonction objective de la Fed. La nouvelle « cherté » du dollar est vue comme une raison valable de repousser la première hausse de taux (la Fed n'est pas « impatiente » de sortir de sa politique de taux bas). Et pourtant, la hiérarchie entre les taux d'intérêt et la croissance des Etats-Unis - favorable à la formation de bulles financières - plaide pour un resserrement de la politique monétaire américaine.

<sup>53</sup> Voir : [http://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/2015/02/IDEA\\_IDM6\\_zone\\_euro1.pdf](http://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/2015/02/IDEA_IDM6_zone_euro1.pdf).

<sup>54</sup> La cible était à 400 milliards d'euros, or l'apport effectif n'a été que de 212,4 milliards d'euros.

<sup>55</sup> Voir : [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2.en.html).

<sup>56</sup> La BCE et les Banques centrales nationales de la zone euro.

<sup>57</sup> Sur le marché secondaire.

<sup>58</sup> Voir : [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html).

<sup>59</sup> Gain de compétitivité et nouveau cycle du crédit (et donc soutien à la demande).

<sup>60</sup> Les anticipations d'inflation continuent de se détériorer et font état de perspectives d'inflations très faibles pour 2015 et 2016.

<sup>61</sup> Depuis l'annonce de la BCE, près d'une vingtaine de Banques centrales ont assoupli leur politique monétaire alimentant un regain de tension sur le marché des changes.

Les autorités monétaires de certains pays émergents, qui connaissent une inflation élevée et un ralentissement de leur croissance, sont également en plein « conflit d'objectifs ». La Banque centrale russe, dans le but de freiner la chute du rouble et la sortie des capitaux du pays, a dans un premier temps augmenté son principal taux directeur de 5,5% à ... 17% entre février et décembre 2014. Mais compte tenu du biais récessif de cette orientation de la politique monétaire, elle a emprunté le chemin inverse depuis le début de l'année, en faisant passer son taux directeur de 17% à 14% entre janvier et mars. La Banque centrale brésilienne devrait suivre le même parcours (avec quelques mois de retard). Entre septembre 2014 et mars 2015, elle a procédé à 5 hausses de son taux directeur. Mais compte tenu de la situation actuelle de l'économie brésilienne (risque de récession, politique budgétaire restrictive), elle risque de devoir revenir à une stratégie différente et abaisser son taux directeur (malgré l'inflation persistante). La Chine et l'Inde ont également desserré leur politique monétaire, en dépit de l'existence d'une bulle du crédit en Chine et malgré le fait que les anticipations d'inflation demeurent élevées en Inde.

En Europe, les Banques centrales du Danemark, de la Roumanie, de la Suède, et de la Pologne ont, dans la foulée, vivement réagi aux décisions de la BCE en lançant leur propre assouplissement (taux négatifs, achats d'obligations souveraines, intervention massive sur le marché des changes) afin de stabiliser (affaiblir dans certains cas) leur monnaie.

Plus généralement, aux mois de janvier et février 2015, il y a eu 21 baisses de taux (ou de coefficient de réserves obligatoires) de Banques centrales au niveau mondial parmi les membres de la Banque des Règlements Internationaux<sup>62</sup>.

Ce nouveau cycle d'assouplissement monétaire s'apparente à une « guerre des Banques centrales » qui ne dit pas son nom. Il pose également des questions auxquelles il est impossible de répondre actuellement : quelle est la limite à l'« inventivité » des Banques centrales<sup>63</sup>? Quels seront *in fine* les effets de ces torrents de liquidité bon marché qu'elles déversent ?

Aussi, en « écrasant » davantage les primes de risque dans la zone euro, la politique monétaire accommodante de la BCE risque de générer des « difficultés » chez certains investisseurs institutionnels friands de placements sûrs (compagnie d'assurance, fonds de pension<sup>64</sup>) sans pouvoir déclencher un nouveau cycle vertueux du crédit. En dépit de l'amélioration des conditions de crédit (baisse des taux, baisse des critères d'octroi<sup>65</sup>), le « nécessaire » processus d'ajustement des bilans des banques commerciales - dont certains contiennent encore des niveaux élevés de prêts non performants - et le besoin de désendettement du secteur privé de la zone euro risquent de freiner la dynamique du crédit.

---

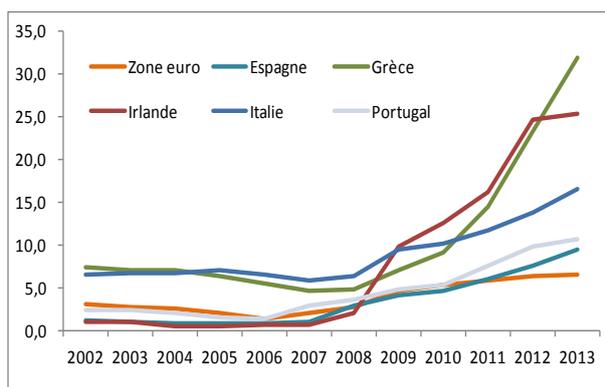
<sup>62</sup> Contre une dizaine sur la même période en 2014.

<sup>63</sup> La généralisation des taux négatifs pratiqués par les Banques centrales est une « curieuse » nouveauté.

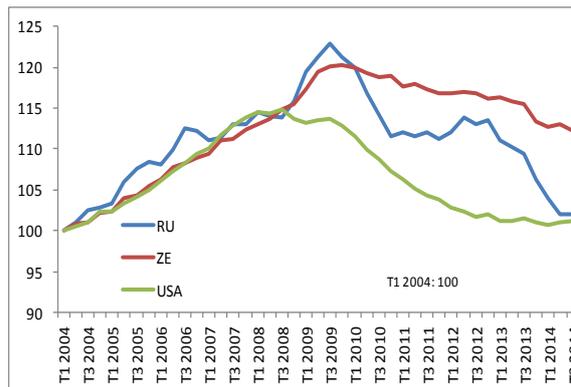
<sup>64</sup> Voir : Quantitative Easing Benefits Few European Corporate Defined-Benefit Pension Plans, S&P (février 2015).

<sup>65</sup> Source : BCE.

Graphique 13 : % de prêts non productifs par rapport au total des prêts (%)



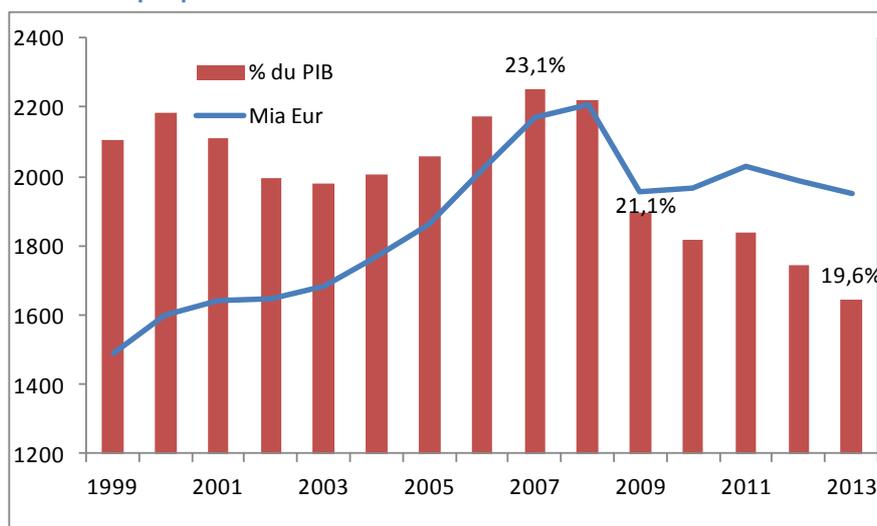
Graphique 14 : Taux d'endettement du secteur privé en % du PIB



Sources: Banque mondiale, Banque de France

La zone euro connaît en outre une dépression de l'**investissement** - composante essentielle de la demande et élément indispensable pour structurer l'offre et asseoir l'économie sur un sentier de croissance soutenable. Ainsi, elle a subi une baisse cumulée de l'investissement (public et privé) de près de 17% du fait de la crise.

Graphique 15 : Evolution de l'investissement dans la zone euro



Source : Eurostat

Consciente des dangers de la faiblesse de l'investissement en Europe, la Commission européenne a initié un plan d'investissement de 315 milliards d'euros<sup>66</sup> pour l'UE (dont on peut supposer qu'une grande partie ira dans des projets de la zone euro), et créé le Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI). Ce plan peut servir de catalyseur pour l'activité dans la zone euro et est une initiative dont on peut regretter qu'elle n'ait pas vu le jour plus tôt. Toutefois, sa réussite et sa mise en œuvre sont encore sujettes à caution. En effet, elle suppose de trouver des

<sup>66</sup> Voir : <http://www.fondation-idea.lu/2014/11/27/le-plan-juncker-dinvestissements-un-utile-jalon-qui-devrait-cepndant-etre-renforce/> pour une critique complète de ce plan.

investissements qui n'auraient pas été financés dans les circonstances actuelles afin d'éviter tout effet d'aubaine ; or, les premiers projets soumis ont été majoritairement recalés<sup>67</sup>.

Enfin, la question des nombreuses **failles institutionnelles** de la zone euro n'est toujours pas définitivement tranchée. La BCE est « obligée » de composer régulièrement avec les « ambiguïtés constructives » de son environnement<sup>68</sup>. Elle gère, certes avec *maestria*, une monnaie sans Etat (commune à 19 Etats) et encore incomplète<sup>69</sup>. L'Eurogroupe, supposé représenter les pays de la zone euro n'a toujours pas, en dépit de son importance grandissante<sup>70</sup>, de prérogatives officielles; et dans sa forme actuelle, son président risque de se retrouver, un jour, devant un important conflit d'intérêt<sup>71</sup>. En somme, la « zone euro est encore un machin, et toujours pas une machine<sup>72</sup> ». La manifestation la plus évidente des problèmes institutionnels de la zone euro réside sans doute dans le fait que depuis l'instauration du pacte de stabilité et de croissance, tous les pays membres - à l'exception du Luxembourg - ont fait l'objet d'une procédure de déficit excessif sans qu'aucune sanction incisive n'ait jamais été décidée<sup>73</sup>. Et pourtant pour certains pays, être en procédure de déficit excessif est devenu un rendez-vous régulier<sup>74</sup>.

En conséquence, l'amélioration de la croissance dans la zone euro en 2015 est une bonne nouvelle qui ne préjuge pas, hélas, des performances futures (au delà de 2015)<sup>75</sup>.

---

<sup>67</sup> Voir: [https://www.contexte.com/article/plan-juncker-fonds-europeens-pour-les-investissements-strategiques/plan-juncker-la-france-obligee-de-revoir-ses-projets\\_27530.html?utm\\_medium=email&utm\\_source=transactional&utm\\_campaign=Briefing+Plus](https://www.contexte.com/article/plan-juncker-fonds-europeens-pour-les-investissements-strategiques/plan-juncker-la-france-obligee-de-revoir-ses-projets_27530.html?utm_medium=email&utm_source=transactional&utm_campaign=Briefing+Plus).

<sup>68</sup> Elle était par exemple membre de la troïka, une position jugée « discutable » par la Cour de justice de l'Union européenne, voir:

<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=161370&pageIndex=0&doclang=FR&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=309866>

<sup>69</sup> Pas de budget ni de « responsables » de la zone euro.

<sup>70</sup> Voir : [https://www.contexte.com/article/gouvernement-economique-de-la-zone-euro/la-mutation-politique-de-leurogroupe-se-poursuit\\_27534.html](https://www.contexte.com/article/gouvernement-economique-de-la-zone-euro/la-mutation-politique-de-leurogroupe-se-poursuit_27534.html).

<sup>71</sup> Comment se comporterait le président de l'Eurogroupe, ministre des finances d'un pays membre, si son pays demandait un plan d'assistance financière ?

<sup>72</sup> La Commission a d'ailleurs produit un nouveau rapport à ce sujet:

[http://ec.europa.eu/priorities/docs/economic-governance-note\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/docs/economic-governance-note_en.pdf).

<sup>73</sup> Source: Commission européenne.

<sup>74</sup> Voir : [http://ec.europa.eu/priorities/docs/economic-governance-presentation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/docs/economic-governance-presentation_en.pdf).

<sup>75</sup> Voir à cet égard les prévisions de la BCE:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201503.en.pdf>.

## GIPSI<sup>76</sup> : tous ne sont pas à la fête

Les GIPSI 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, le Portugal, l'Irlande, et l'Espagne ont dû bénéficier de l'assistance financière du FESF<sup>77</sup> et du MES<sup>78</sup> afin de leur éviter le défaut de paiement et l'effondrement de leur système bancaire.

Mais depuis, le sentiment « d'urgence budgétaire » concernant ces pays a considérablement diminué. L'Irlande, l'Espagne et le Portugal sont sortis des programmes d'assistance européens ; et le coût d'emprunt de l'ensemble des GIPSI a fortement chuté. La différenciation de la zone euro - entre les GIPSI (pays de la périphérie) et les autres (pays du cœur) - qui structurait les discours est ainsi dépassée. Les GIPSI ne sont plus un groupe homogène<sup>79</sup>, et chaque membre connaît « chacun sa route, chacun son destin ».

La **Grèce**, membre le plus exposé des GIPSI, va depuis la crise de Charybde en Scylla<sup>80</sup> et a connu 6 années consécutives de recul du PIB. Si le PIB grec a progressé en 2014 (+0,8%), la « *greekoverly* » tant souhaitée est loin d'être acquise tant l'économie grecque est exsangue. La performance au quatrième trimestre 2014 (-0,4%) est un signal qui vient rappeler l'extrême fragilité de l'économie grecque. Par ailleurs, du fait d'une dette publique colossale (plus de 175% du PIB en 2014), d'un taux de chômage record (26%) et d'une économie atrophiée (-25% depuis 2007), le nouveau gouvernement grec<sup>81</sup> n'a vraisemblablement d'autres alternatives que de se soumettre aux conditions des plans d'assistance des « institutions » (FMI, BCE, Commission européenne). Cela garantit la poursuite des réformes engagées (point positif), mais suppose déception des électeurs grecs, et des confrontations tendues (et à répétition) entre le nouveau gouvernement grec<sup>82</sup> et ses créanciers officiels (FMI, Eurogroupe, BCE) qui génèrent régulièrement du stress financier (point négatifs). Selon les plus récentes prévisions de la Commission européenne, l'économie grecque devrait croître de 2,5% en 2015 ; compte tenu des incertitudes concernant la politique budgétaire de la République hellénique (y aura-t-il un 3<sup>ème</sup> plan d'assistance ? quelle est la cible d'excédent primaire visée ?), de la fragilité des banques grecques (continueront-elles de bénéficier des liquidités exceptionnelles de la Banque centrale de Grèce? Risquent-elles de devoir gérer des paniques bancaires ? Introduira-t-on en Grèce un contrôle des capitaux ?), la prévision de croissance de la Commission européenne semble pour le moins optimiste<sup>83</sup>.

---

<sup>76</sup> Greece, Ireland, Portugal, Spain, Italy.

<sup>77</sup> Fonds européen de stabilité financière.

<sup>78</sup> Mécanisme européen de stabilité.

<sup>79</sup> Ni le cœur de la zone euro d'ailleurs.

<sup>80</sup> De difficultés à de nouvelles difficultés.

<sup>81</sup> Formé après les élections législatives du 25 janvier 2015.

<sup>82</sup> Élu sur la promesse d'en « finir » avec les recommandations des institutions, anciennement « troïka ».

<sup>83</sup> Le gouvernement grec table d'ailleurs désormais sur un taux de croissance de 1,4% pour 2015.

L'**Irlande**, qui a enregistré le taux de croissance le plus élevé de la zone euro en 2014 (4,8%) devrait réitérer cette performance en 2015 (3,5%). Ces bons résultats de l'économie irlandaise s'expliquent notamment par la vigueur des exportations du pays en direction des Etats-Unis et du Royaume-Uni (dont les économies sont plutôt bien orientées), et par le redémarrage des investissements permis par le niveau élevé de confiance des agents privés (ménages et entreprises) dans le futur de l'économie du pays. Le taux de chômage (encore à 12% en janvier 2014) devrait passer sous la barre des 10%, et le déficit budgétaire (-4% en 2014) devrait revenir dans les clous du PSC (moins de 3% du PIB) en 2015.

Le **Portugal** a renoué avec la croissance en 2014 (0,9%), et devrait poursuivre son rééquilibrage économique en 2015 (hausse du PIB de 1,5%, hausse des exportations, recul du niveau de dette publique, déficit budgétaire proche des 3% du PIB, etc.). Preuve du rééquilibrage en cours, la balance courante portugaise (-12% du PIB en 2008) deviendra légèrement positive en 2015 (0,4% du PIB). Cette correction des comptes extérieurs a été permise par le recul des importations, mais surtout par la progression et la réorientation des exportations du pays<sup>84</sup> vers de nouvelles destinations (Chine, Europe hors UE, Angola, etc.). Mais en dépit du réajustement en cours, la croissance potentielle du Portugal demeure faible, le taux de chômage important (13,3% en janvier 2015), le taux d'épargne (et notamment d'épargne de précaution) élevé (12%), le système bancaire fragile (ce qui contraint le financement des entreprises), et le risque déflationniste persistant.

L'**Espagne** a été présentée, un peu précipitamment, comme connaissant une renaissance économique<sup>85</sup>. En réalité le pays ne connaît qu'une reprise progressive. Certes, le marché du travail espagnol s'améliore, les composantes de la demande interne alimentent la croissance (1,4% en 2014, 2,3% en 2015), et le pays a commencé à rembourser (par anticipation) sa dette auprès du Mécanisme européen de stabilité (MES)<sup>86</sup>. Mais la faiblesse de la croissance nominale et l'importance des déficits budgétaires (autour de 5% du PIB) pèsent sur la dynamique de la dette publique (qui dépassera les 100% du PIB en 2015), l'écart de production est encore très négatif (-6% en 2014), et près de 24% de la population active est au chômage (50% chez les jeunes de moins de 25 ans). Par ailleurs, au risque de spirale déflationniste de cet environnement économique s'ajoutent des risques politiques (Podemos au niveau national, velléités séparatistes au niveau régional).

En dépit des nombreuses réformes et initiatives du gouvernement de Matteo Renzi, l'**Italie** après 3 années consécutives de recul du PIB n'évitera une nouvelle récession en 2015 que de justesse (0,5%). La langueur de l'économie italienne, malgré une stabilité politique retrouvée, s'explique par des fondamentaux structurellement dégradés (dette publique élevée, productivité en berne, taux d'emploi faible, dépenses de R&D insuffisantes) et par les effets de la crise sur l'économie (faillites d'entreprises, difficultés du secteur bancaire, hausse des prêts improductifs, etc.). C'est d'ailleurs cette langueur (l'écart de production est très négatif en Italie) qui lui a permis d'éviter une

---

<sup>84</sup> La part de la zone euro dans les exportations du Portugal est passée de 70% en 2007 à 60% en 2014.

<sup>85</sup> Voir : <http://www.economist.com/news/europe/21605962-surprisingly-strong-recovery-largely-export-driven-bouncing-back>.

<sup>86</sup> Voir : <http://www.esm.europa.eu/press/releases/esm-approves-a-second-voluntary-early-repayment-by-spain.htm>.

procédure pour déficit excessif alors que la dette publique augmentera entre 2014 et 2015 (de 131% du PIB à 133%).

## France : « *Plus ça change, plus c'est la même chose*<sup>87</sup> »

Il semble indéniable que la France se réforme et se veut « volontaire et responsable » en matière de finances publiques, mais hélas les résultats se font attendre. Parce qu'elle perd des parts de marché à l'exportation depuis les années 2000, qu'elle connaît une inquiétante désindustrialisation, et que son marché du travail est réputé « trop rigide », l'actuel gouvernement français multiplie les « pactes » et les initiatives depuis 2012 afin de restaurer la compétitivité de l'économie française et de tenir sa promesse « d'inverser la courbe du chômage ».

Il y a ainsi eu depuis novembre 2012 : le pacte national pour la croissance et l'emploi (largement inspiré du rapport Gallois<sup>88</sup>) avec le CICE (crédit d'impôt compétitivité emploi) et la création de la Banque publique d'investissement comme mesures phares, l'accord national interprofessionnel avec la mise en place d'un régime plus flexible d'activité partielle et l'expérimentation d'un contrat de travail intermittent, le pacte de responsabilité (nouvelles baisses d'impôts et de cotisations sociales en faveur des entreprises de l'ordre de 20 milliards d'euros), le projet de loi pour la croissance et l'activité (loi Macron) avec 90 mesures en faveur de l'emploi et la croissance.

Selon les calculs de l'OCDE<sup>89</sup>, les différentes réformes engagées en France depuis 2012<sup>90</sup> devraient « *permettre une augmentation de la croissance moyenne de l'ordre de 0,3% par an sur 5 ans et de près de 0,4% par an sur 10 ans* ». La croissance française demeure toutefois anémique (0,4% en 2014, au mieux 1% en 2015), et le chômage continue d'augmenter passant de 10,1% en février 2014 (2,9 millions de personnes) à 10,6% en février 2015<sup>91</sup> (3,1 millions de personnes).

Les finances publiques sont un autre terrain sur lequel le gouvernement français est particulièrement investi. Il a ainsi entrepris la « Modernisation de l'Action Publique » qui vise un meilleur pilotage et une amélioration de l'efficacité des services publics, et a augmenté la pression fiscale (de 42,6% du PIB en 2011 à 44,7% en 2014) dans l'espoir de réduire le déficit et de contenir la dette. Mais, tout comme les réformes engagées n'ont pas (encore) pu générer de forte croissance, le nouvel encadrement des services publics et la hausse des prélèvements obligatoires n'ont permis ni recul significatif du déficit public<sup>92</sup> (resté stable entre 2013 et 2014 à 4% du PIB<sup>93</sup>), ni reflux de la dette (qui a atteint les 95% du PIB en 2014).

La croissance de 2015 (1% selon le gouvernement et la Commission européenne) ne sera pas suffisante pour faire baisser le chômage, et le flou actuel concernant les baisses de dépenses publiques (ajouté au fait que 2015 est en France une année électorale) font peser un risque de nouveau dérapage sur les finances publiques françaises. La France devrait donc en 2015, conserver son titre (un peu exagéré) d'homme malade de l'Europe.

<sup>87</sup> Citation de Jean Baptiste Alphonse Karr (1808-1890).

<sup>88</sup> Voir : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/124000591/0000.pdf>.

<sup>89</sup> Voir : France Structural reforms: impact on growth and options for the future, OCDE (2014).

<sup>90</sup> S'ajoutent aux mesures susmentionnées la réforme des Universités, des mesures de simplification administrative, l'amélioration de la structure de la fiscalité, la réforme territoriale, la réforme de l'apprentissage.

<sup>91</sup> Source: Eurostat.

<sup>92</sup> Puisque les dépenses publiques ne sont pas maîtrisées (de 55,9% du PIB en 2011 à 57,2% en 2014).

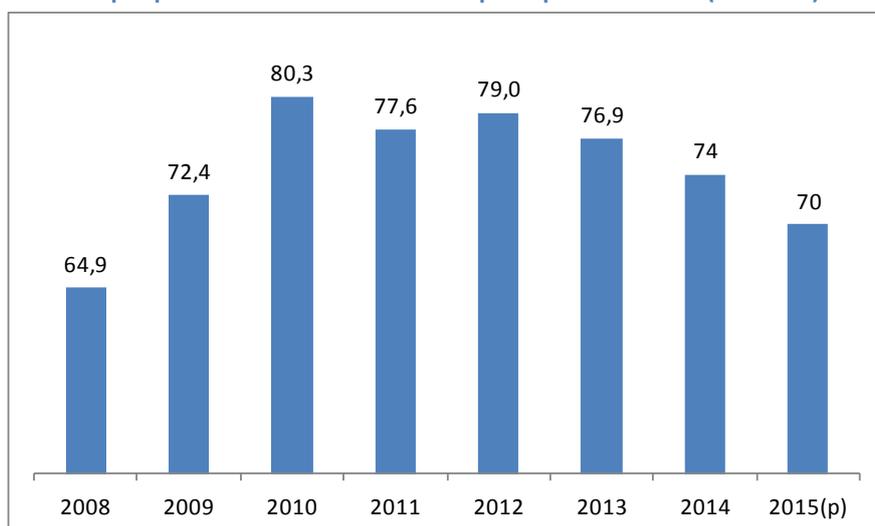
<sup>93</sup> La France a d'ailleurs bénéficié d'un nouveau délai pour ramener son déficit public sous les 3% du PIB (désormais 2017).

## Allemagne : en plein boom

Après avoir connu un léger passage à vide aux 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> trimestre 2014, l'économie allemande a rebondi au dernier trimestre (+0,7%) pour finir l'année sur un taux de croissance de 1,5%. La croissance devrait se raffermir au cours de l'année 2015, soutenue par le commerce extérieur et par la consommation privée. L'amélioration des perspectives de croissance de la zone euro sera favorable aux exportations allemandes (et limitera l'impact du ralentissement des pays émergents sur le commerce extérieur), et le pouvoir d'achat des ménages sera soutenu d'une part par l'inflation très modérée et d'autre part par l'instauration du salaire minimum.

S'agissant des finances publiques, l'Allemagne<sup>94</sup> continue de se montrer « respectueuse des traités » et bon gestionnaire. Le solde des Administrations publiques à l'équilibre depuis 2012 (un record parmi les pays du G7) serait de 0,3% du PIB en 2015, le budget fédéral serait à l'équilibre (pour la première fois depuis 1969), et la dette publique ne ferait plus « que » 70% du PIB (soit une baisse de 10 points de pourcentage depuis 2010).

Graphique 16 : Evolution de la dette publique allemande (% du PIB)



Sources: Eurostat et German draft budgetary plan 2015

Dans le même temps, le marché du travail restera dynamique, alors que le taux de chômage est déjà à un plus bas historique (4,8% en février 2015<sup>95</sup>). Après avoir généré 370.000 emplois supplémentaires en 2014, plus de 250.000 emplois nouveaux seraient créés en 2015. Ces emplois seront en partie pourvus par des nouveaux arrivants, l'immigration nette<sup>96</sup> en Allemagne atteignant plus de 400.000 individus depuis 2013<sup>97</sup>.

L'Allemagne devrait donc en 2015, conserver son titre (fortement mérité) de locomotive de la zone euro.

<sup>94</sup> Seul pays de la zone euro avec le Luxembourg encore noté AAA par les 3 principales agences de notation.

<sup>95</sup> Source : Eurostat.

<sup>96</sup> Si l'émigration d'Allemagne est restée stable, l'immigration vers l'Allemagne (notamment pour raisons économiques) a beaucoup augmenté depuis la crise.

<sup>97</sup> Cette immigration, si elle se poursuit dans le temps, permettrait à l'Allemagne de faire face à son principal défi : le vieillissement de sa population et le recul de la population en âge de travailler.

**A suivre en 2014 :**

Les tractations entre les « institutions », l'Eurogroupe et la Grèce ;

Les résultats des élections en Espagne et au Portugal ;

La parité euro-dollar ;

La mise en place du plan « Juncker » ;

L'impact de l'assouplissement quantitatif de la BCE sur les marchés boursiers;

L'évolution des primes de risque ;

Les comptes publics français.

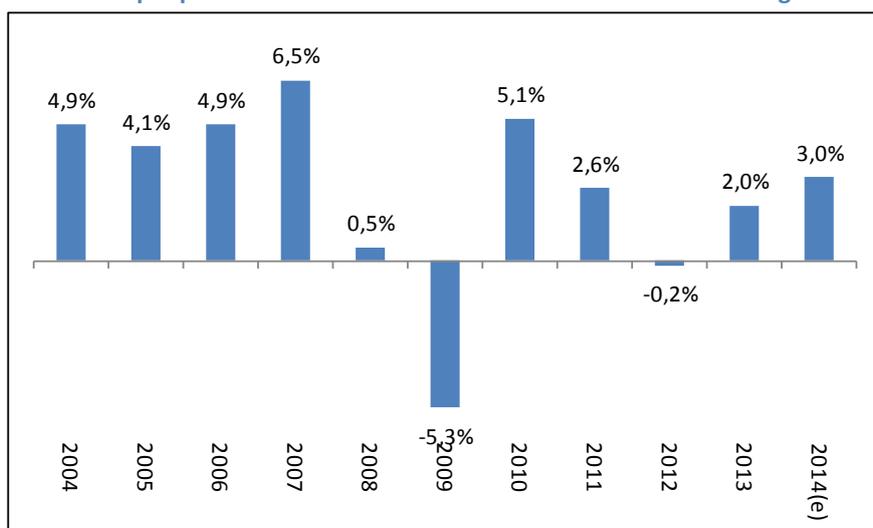
### 3. Luxembourg : Dieu est-il encore Luxembourgeois<sup>98</sup>?

#### Retour sur l'année 2014

La croissance économique - qui, si elle ne peut pas tout permettre quand même beaucoup - devrait s'élever à 3% au Luxembourg en 2014, soit le deuxième taux le plus élevé observé dans le pays depuis la crise. L'orientation positive de l'économie luxembourgeoise en 2013 (hausse du PIB de 2%) s'est donc poursuivie en 2014, grâce au raffermissement de la demande intérieure sur fond de marché du travail mieux orienté (favorisant les comportements de consommation) et de hausse de TVA annoncée pour 2015 (propice aux dépenses par anticipation), et à la contribution positive du commerce extérieur (compte tenu de l'amélioration du climat conjoncturel dans la zone euro qui a permis une hausse des exportations luxembourgeoises).

Au niveau sectoriel, ce sont les activités immobilières, le commerce et les services aux entreprises qui auront été les principaux contributeurs à la hausse du PIB en 2014<sup>99</sup>. L'activité dans le secteur industriel<sup>100</sup>, en repli en 2013, a également retrouvé un certain dynamisme en 2014, bénéficiant d'une situation compétitive « moins défavorable » (dépréciation de l'euro, décélération des coûts énergétiques, absence d'indexation).

Graphique 17: Evolution du taux de croissance au Luxembourg



Sources: STATEC-estimation IDEA

Cette croissance a notamment profité aux finances publiques et au marché du travail. Ainsi, le solde des Administrations publiques est resté positif, et la dette publique (exprimée en pourcentage du PIB) a régressé. Aussi, le taux de chômage (7,1% en janvier 2014) est resté stable sur l'année (7% en décembre 2014), et l'emploi total intérieur (salarié et non salarié) a progressé de plus de 9.500 unités.

<sup>98</sup> Référence à l'assertion de Norbert Von Kunitzki.

<sup>99</sup> Inféré sur la base des 3 premiers trimestres de 2014.

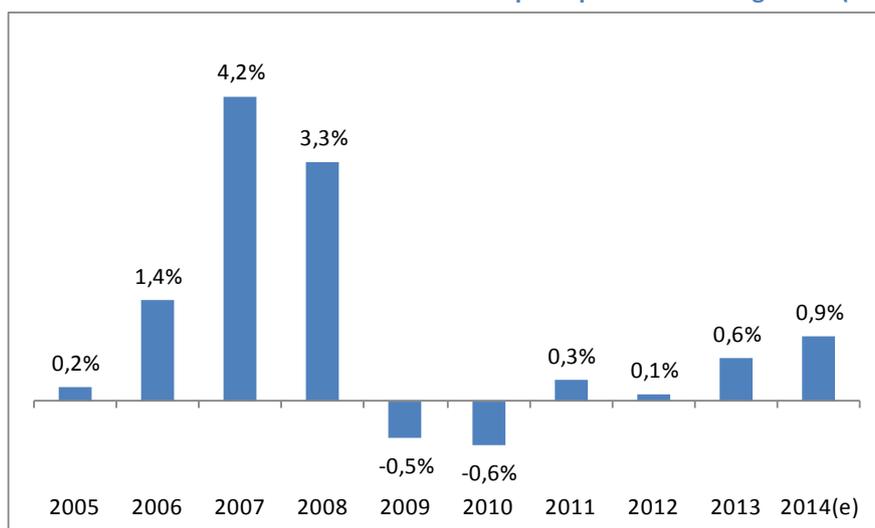
<sup>100</sup> Dont le poids dans l'économie est de l'ordre de 7%.

## Etat des finances publiques

2014 aura été une année « particulière » pour les finances publiques luxembourgeoises, puisqu'elle connut 2 projets de budget. Un premier<sup>101</sup> fut déposé en novembre 2013, « *mettant à disposition du gouvernement les crédits nécessaires afin d'assurer le bon fonctionnement de l'Etat entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 30 avril 2014 et l'autorisant à recouvrer les impôts directs et indirects existant au 31 décembre 2013* ». Ce budget « particulier<sup>102</sup> » résultait d'une situation particulière - élections anticipées au mois d'octobre 2013, nouveau gouvernement nommé au mois de décembre<sup>103</sup>. Un deuxième<sup>104</sup> fut présenté en mars 2014, et considéré comme « le dernier budget ancienne génération », une « révolution copernicienne<sup>105</sup> » étant promise pour les prochains. L'année 2014 dérogea donc au principe d'annualité budgétaire qui suppose entre autres qu'un exercice budgétaire commence le 1<sup>er</sup> janvier et se termine le 31 décembre la même année<sup>106</sup>.

D'après la plus récente publication traitant des finances publiques luxembourgeoises publiée par le STATEC<sup>107</sup>, les Administrations publiques devraient être en excédent pour la quatrième année consécutive en 2014, et dégager un solde budgétaire positif de près de 1% du PIB<sup>108</sup>.

Graphique 18 : Evolution du solde des Administrations publiques luxembourgeoises (en % du PIB)



Source: STATEC

<sup>101</sup>

<http://chd.lu/wps/portal/public/RoleEtendu?action=doDocpaDetails&backto=/wps/portal/public&id=6630#>.

<sup>102</sup> Le dernier déposé par l'ancien gouvernement Juncker.

<sup>103</sup> Voir : [http://www.cc.lu/uploads/media/ECO\\_Avis\\_12eprovisoires\\_communique\\_de\\_presse\\_2013-12-18.pdf](http://www.cc.lu/uploads/media/ECO_Avis_12eprovisoires_communique_de_presse_2013-12-18.pdf).

<sup>104</sup> Le premier de l'actuel gouvernement Bettel.

<sup>105</sup> Terme emprunté à l'ancien ministre des finances français Pierre Moscovici, voir : <http://proxy-pubminefi.diffusion.finances.gouv.fr/pub/document/18/13645.pdf>

<sup>106</sup> Article 7 de la loi du 8 juin 1999 sur le budget.

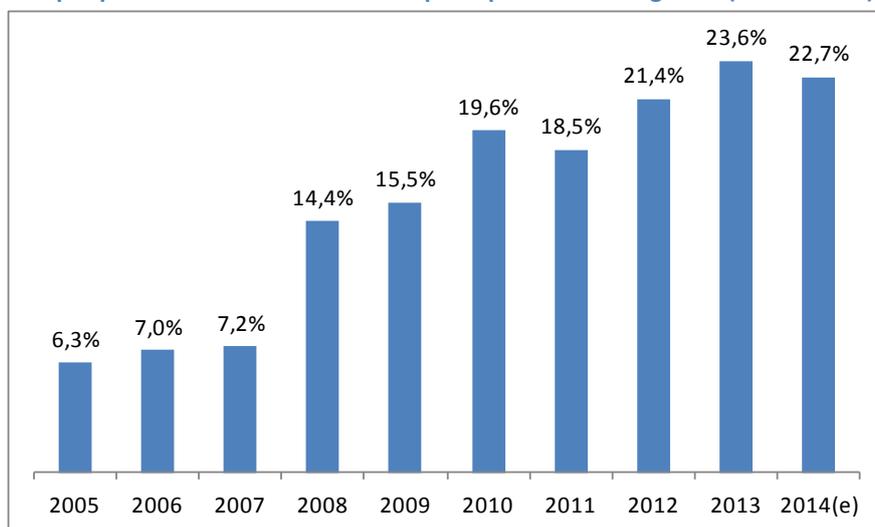
<sup>107</sup> Note de conjoncture n°2-14.

<sup>108</sup> En hausse par rapport au solde de 2013 (0,6% du PIB).

Ce niveau, supérieur à ce que prévoyait le projet de budget 2014 de mars 2014<sup>109</sup> (0,2% du PIB), s'explique par la bonne tenue des recettes publiques<sup>110</sup> qui augmenteraient de 5,2% ; et par certains « facteurs exogènes » (prolongation technique du budget 2013 pour les 4 premiers mois de l'année 2014 en vertu des douzièmes provisoires, absence d'indexation) en plus des mesures d'économies (de l'ordre de 0,47% du PIB)<sup>111</sup> décidées dans le cadre du budget de mars 2014 qui, dans une certaine mesure, ont limité la hausse des dépenses publiques - qui progresserait tout de même de 4,4%,<sup>112</sup>.

Compte tenu de la progression du PIB nominal (4%), de l'autorisation d'un montant maximum de 500 millions d'euros d'emprunts prévue par le projet de budget pour 2014, et en faisant l'hypothèse que l'amélioration du solde budgétaire vient en partie d'une réduction du déficit de l'Administration centrale (-504 millions d'euros en 2013), la dette publique qui était de 23,6% du PIB en 2013 devrait repasser sous la barre des 23% du PIB en 2014<sup>113</sup>.

**Graphique 19 : Evolution de la dette publique luxembourgeoise (en % du PIB)**



Sources: STATEC-Commission européenne

Cette situation budgétaire (relativement avantageuse en comparaison internationale) ne doit pas occulter le fait que le risque de dérapage budgétaire « imprévu » pour un petit pays est à tout instant une menace crédible (comme l'ont démontré les pertes récentes du AAA par des pays tels que l'Autriche ou la Finlande pourtant réputés pour leur sérieux budgétaire). Dès lors, la relative

<sup>109</sup> Voir : [http://www.mf.public.lu/publications/projet\\_budget/projet\\_plan\\_budget\\_170314.pdf](http://www.mf.public.lu/publications/projet_budget/projet_plan_budget_170314.pdf).

<sup>110</sup> Record des rentrées de TVA électronique, croissance des impôts perçus sur les revenus des ménages et des cotisations sociales en lien avec la bonne orientation du marché du travail, hausse de la taxe d'abonnement corrélée aux performances des marchés financiers.

<sup>111</sup> Réduction des dépenses d'investissement, réduction des dépenses de fonctionnement, réduction des nouveaux engagements dans la fonction publique, réforme du système de bourse pour étudiants.

<sup>112</sup> Pour apprécier « correctement » la situation des finances publiques en 2014, il faut compléter l'analyse en raisonnant sur le solde structurel. D'après le STATEC, le solde structurel serait de 1,3% du PIB en 2014, identique au niveau de 2013 ; ce qui veut dire qu'en dépit de l'amélioration apparente du solde nominal entre 2013 et 2014, la situation des finances publiques (hors effets conjoncturels) n'a pas véritablement évolué entre les deux années. Voir : [http://www.mf.public.lu/publications/programme/15e\\_progr\\_stabilite\\_croissance.pdf](http://www.mf.public.lu/publications/programme/15e_progr_stabilite_croissance.pdf) pour une analyse complète sur l'importance du solde structurel.

<sup>113</sup> Au moment de la finalisation du présent avis, une estimation officielle du STATEC du PIB de 2014 n'était pas encore disponible.

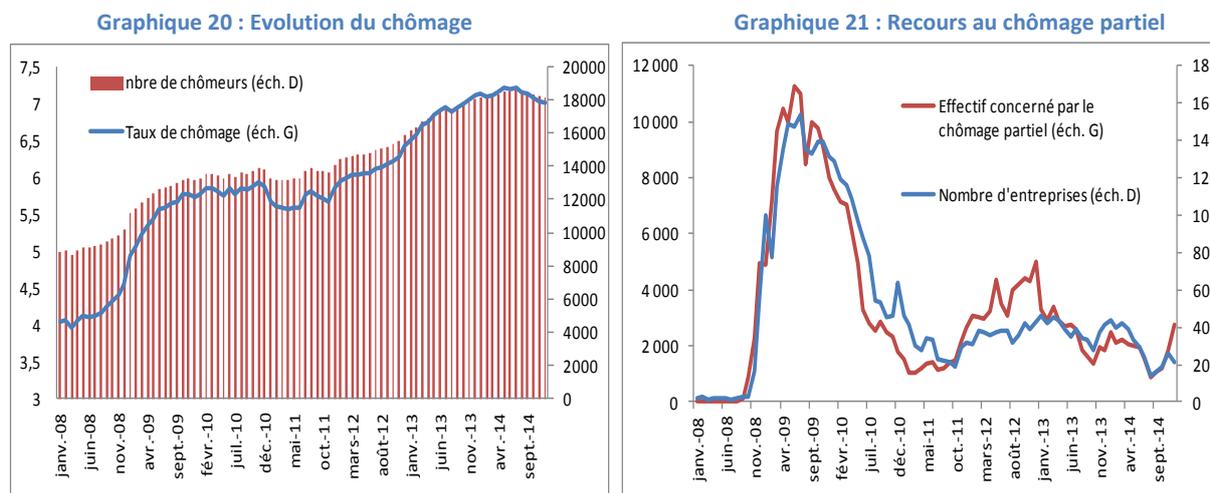
bonne performance budgétaire en 2014 ne suffit nullement à conclure que les recommandations régulières faites au Luxembourg de « préserver une situation budgétaire saine<sup>114</sup> » et « d'assurer la viabilité budgétaire à long terme » relèvent du « fétichisme » de l'austérité ; il s'agit plutôt de conseils de saine gestion qui intègrent les défis budgétaires futurs du Grand-Duché (coûts du vieillissement, dépenses d'éducation, effort d'investissement, nécessité de marges de manœuvre en cas de chocs, etc.).

---

<sup>114</sup> Notamment au sein de l'Administration centrale qui demeure structurellement déficitaire.

## Situation du marché du travail

Les évolutions du marché du travail luxembourgeois en 2014 ont été globalement favorables, comme en témoignent la relative stabilité du nombre de chômeurs et du taux de chômage sur l'année 2014<sup>115</sup>, et la baisse du nombre d'entreprises ayant recours au dispositif de chômage partiel (29 entreprises et 1.800 salariés concernés en moyenne par mois en 2014, contre 39 entreprises et 2.400 salariés en moyenne en 2013).



Source : STATEC

L'emploi total intérieur<sup>116</sup> (qui a dépassé la barre symbolique des 400.000 unités) a affiché un taux de croissance (+2,4% sur l'année) proche de celui du PIB en volume. Le rythme de créations d'emploi s'est ainsi accéléré en 2014, et plus de 9.500 emplois ont été créés au total sur le territoire national (contre 7.500 en 2013).

Sur la base des chiffres disponibles sur les créations d'emploi salarié, on observe que l'emploi a progressé dans toutes les branches d'activité, à l'exception de l'industrie où le nombre de salariés est demeuré stable. Ce sont dans les branches de l'information et de la communication, des activités spécialisées et services de soutien, et des administrations et autres services publics que les taux de croissance de l'emploi salarié auront été les plus élevés. En termes d'emplois créés, les branches administrations et autres services publics, activités spécialisées et services de soutien, commerce, transport, hébergement et restauration auront représenté 70% des créations d'emplois salariés.

Tableau 2 : Evolution de l'emploi au Luxembourg en 2014<sup>117</sup>

	Fin 2014	Glissement annuel	Glissement annuel (%)
<b>Emploi total</b>	400 038	9 677	2,50%
<b>*dont frontalier</b>	170 189	4 418	2,70%
<b>Emploi salarié</b>	375 723	9 397	2,60%
<b>*dont frontalier</b>	166 509	4 357	2,70%

Sources: STATEC et calculs IDEA

<sup>115</sup> Contre une hausse de 12% du nombre de chômeurs et une progression de 0,6% du taux de chômage entre janvier 2013 et décembre 2013.

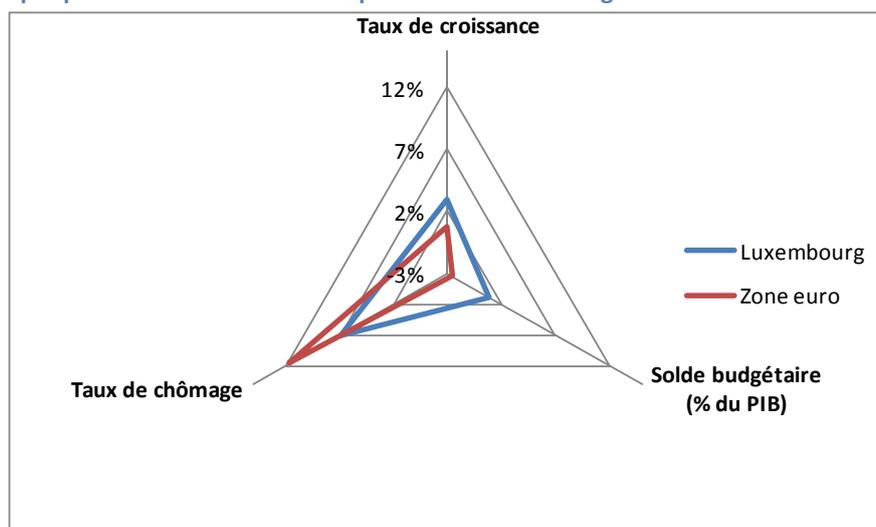
<sup>116</sup> Qui comprend les travailleurs indépendants

<sup>117</sup> Les calculs ont été effectués en se basant sur les seuls chiffres du mois de décembre et non pas sur les moyennes annuelles.

Ce dynamisme du marché du travail luxembourgeois est en ligne avec le taux de croissance de l'emploi observé depuis la crise (de l'ordre de 2% par an) et tranche avec l'atonie du marché du travail de la zone euro. Fin 2014, l'emploi intérieur total était ainsi de 13% supérieur à celui du début de l'année 2009 au Luxembourg, alors qu'il était encore inférieur de plus de 3% dans l'ensemble de la zone euro<sup>118</sup>.

En considérant les performances luxembourgeoises en matière de solde des finances publiques, de croissance économique, et de taux de chômage (3 éléments majeurs de politique économique), l'année économique 2014 du Luxembourg fut, en dépit des sommets atteints par le *Luxembourg bashing* à l'international (cf. encadré 5), une bonne année.

**Graphique 22 : Performances comparées du Luxembourg et de la zone euro en 2014**



Source: Eurostat-STATEC

#### Encadré 5 : Unlucky Lux

La crise des dettes souveraines, la persistance des déficits publics dans de nombreux pays européens, la loi américaine FATCA (*Foreign Account Tax Compliance Act*), le projet BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*) ont relancé le débat sur la coopération fiscale au sein de l'Union européenne et au-delà. Si le principe de la « concurrence fiscale » n'y est pas honni, la « transparence fiscale » y est devenue un objectif à atteindre. En conséquence, les Etats membres (avec l'accord du Luxembourg) ont décidé de modifier les directives « Epargne » et « Coopération administrative » en mars et octobre 2014, et de tendre progressivement vers un régime d'échange automatique d'informations concernant les revenus<sup>119</sup> (au 1<sup>er</sup> janvier 2015 pour les paiements d'intérêt, et plus globalement à partir de 2017).

En réalité, le Luxembourg avait fait part de sa volonté d'introduire l'échange automatique d'informations au 1<sup>er</sup> janvier 2015 bien avant les accords politiques conclus au sein du Conseil européen et du Conseil ECOFIN<sup>120</sup>; le Grand-Duché s'était ainsi engagé dès 2013 sur cette voie.

<sup>118</sup> Soit plus de 6 millions d'emplois.

<sup>119</sup> Voir : [http://www.mf.public.lu/actualites/2014/10/ecofin\\_161014/index.html](http://www.mf.public.lu/actualites/2014/10/ecofin_161014/index.html).

<sup>120</sup> Voir : <http://www.gouvernement.lu/3314524/traduction-francaise-2013>.

Toutefois, en novembre 2014 une enquête (« Luxembourg Leaks<sup>121</sup> ») menée par un consortium de journalistes portant sur des rescrits fiscaux signés au profit de quelques 340 entreprises au Luxembourg entre 2002 et 2010 créa l'évènement. Cette enquête (avant tout morale<sup>122</sup>), reprise par la presse internationale, stigmatisa une nouvelle fois le Luxembourg pour des raisons fiscales. Et pourtant, les procédures de rescrits fiscaux sont très répandues (22 pays parmi les 28 de l'Union européenne l'appliquent)<sup>123</sup>, et l'optimisation fiscale n'est qu'une manifestation de la rationalité économique des entreprises qui ont le droit (et intérêt) de choisir la voie fiscale la moins imposée. Elles sont d'ailleurs encouragées en cela par tous les Etats, ces derniers multipliant les niches et dérogations fiscales.

---

<sup>121</sup> Voir : <http://www.icij.org/project/luxembourg-leaks/explore-documents-luxembourg-leaks-database>.

<sup>122</sup> Les procédures de rescrits fiscaux étant totalement légales.

<sup>123</sup> Un rapport parlementaire en France datant de juillet 2013 proposait de « promouvoir un recours plus fréquent à la procédure de rescrit », voir : <http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rap-info/i1243.pdf>.

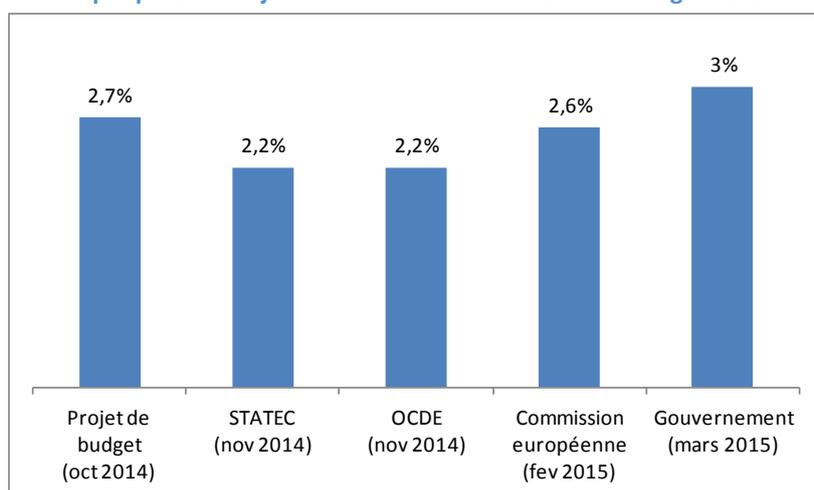
## 2015: Le Luxembourg nouveau, année 0

Si les performances économiques du Luxembourg en 2014 ont été (comme susmentionné) plutôt positives, elles ne peuvent être extrapolées (toutes choses égales par ailleurs) pour les années à venir compte tenu des défis - non encore totalement adressés - en présence, et du niveau de croissance potentielle de l'économie (2%)<sup>124</sup>.

L'année 2015 est à cet égard une année charnière puisque ce sera la première année où les paiements d'intérêt effectués au Luxembourg en faveur de personnes physiques ayant leur résidence dans un autre Etat membre seront concernés par l'échange automatique d'informations<sup>125</sup> (**test sur le niveau d'attractivité de la place financière**) et où les recettes de TVA baisseront du fait de la modification de la réglementation concernant la taxation du commerce électronique (**test pour la solidité des finances publiques**). Ce sera également une année où le risque de nouvel épisode de *Luxembourg bashing* sera accru. Le pays sera en effet très exposé au deuxième semestre durant sa présidence du Conseil de l'Union européenne (**test pour l'image de marque**).

La croissance économique devrait tout de même (légèrement) accélérer en 2015<sup>126</sup>. D'une part, le changement de régime de taxation concernant la TVA électronique n'affecterait que marginalement le PIB en volume<sup>127</sup>. D'autre part, les mesures de consolidation prises dans le cadre du budget 2015 (hausse de TVA, impôt d'équilibrage budgétaire temporaire, abolition des allocations d'éducation et de maternité ; cf. encadré 6) ne déprimeront pas (trop) la demande compte tenu de la croissance de la population et de la bonne orientation du marché du travail. Enfin, la (lente) reprise de la zone euro profitera au commerce extérieur luxembourgeois. En conséquence, le PIB progresserait (d'après les derniers chiffres connus<sup>128</sup>) de 3,3% cette année.

Graphique 23 : Projections de croissance du Luxembourg en 2015



<sup>124</sup> A mesure que l'écart de production (encore négatif) se réduira, la croissance effective (courante) pourrait converger vers le taux de croissance potentiel. Il n'est cependant pas impossible, selon la littérature économique, que ce soit la croissance potentielle qui converge vers la croissance courante.

<sup>125</sup> Des coûts supplémentaires de mise en œuvre (collecte et recherche d'information, formation, etc.) pour le secteur financier sont possibles en 2015.

<sup>126</sup> Par rapport à 2014 (3%).

<sup>127</sup> D'après le STATEC, l'activité « physique », mesurée par le nombre de livres électroniques et de chansons exportées restera invariante.

<sup>128</sup> Voir: <http://www.ces.public.lu/fr/actualites/2015/03/semestre-europeen/ppt-gouvernement.pdf>.

#### Encadré 6 : Consolidation budgétaire, épisode IV

Après trois paquets de mesures de consolidation budgétaire (2010, 2012, 2014)<sup>129</sup> reposant principalement sur des mesures ponctuelles (notamment des reports de dépenses d'investissements et des hausses fiscales), un quatrième train de mesures d'assainissement a été présenté en octobre 2014 au moment du projet de Budget 2015.

Ces nouvelles mesures, structurelles, visent à « contrebalancer » le manque à gagner fiscal engendré par le changement de régime concernant la taxation du commerce électronique, et à assurer l'équilibre des finances publiques luxembourgeoises (notamment le respect de l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) - solde structurel de 0,5% du PIB)<sup>130</sup>. La consolidation budgétaire prévue à l'horizon 2018 s'élève ainsi à 1 milliard d'euros<sup>131</sup>, et passe principalement par des hausses de recettes (58%), plutôt que par la maîtrise des dépenses publiques (42%).

Il s'agit côté recettes (principalement) de l'augmentation de la TVA et de l'instauration d'un impôt d'équilibrage budgétaire temporaire ; et côté dépenses de 258 mesures (fruit du travail de révision générale des dépenses publiques)<sup>132</sup> contenues dans un « paquet d'avenir (Zukunftspak) ».

Il est attendu de ces mesures qu'elles permettent au solde structurel du Luxembourg de demeurer proche de son OMT sur toute la période, et à la dette publique de rester ancrée sous la barre des 30% du PIB.

Si les principales mesures côté recettes sont votées et en application, certaines mesures concernant les dépenses doivent encore être spécifiées, mises en œuvre et faire l'objet de vérification ex-post. L'année 2015 devrait donc être mise à profit à cet égard.

#### Paquet de mesures adopté en 2014 avec effet sur les finances publiques pour 2015 à 2018 (Mio EUR).

	2015	2016	2017	2018
Mesures en recettes	353	510	550	586,5
Mesures en dépenses	148,7	286	363	421,9
Total des mesures	501,7	796	913	1008,4

Source : Rapport de la commission des finances et du budget

<sup>129</sup> Dans le cadre du Projet de budget de mars 2014.

<sup>130</sup> Se rapporter à [http://www.mf.public.lu/publications/programme/15e\\_progr\\_stabilite\\_croissance.pdf](http://www.mf.public.lu/publications/programme/15e_progr_stabilite_croissance.pdf) pour une présentation des défis budgétaires du Luxembourg entre 2015 et 2018.

<sup>131</sup> En prenant en compte l'impact des mesures de l'accord du 28 novembre 2014 entre le gouvernement et la CGFP, l'OGBL, le LCGB, voir :

[https://www.gouvernement.lu/4225960/Decisions\\_gouvernement\\_syndicats\\_nov-2014.pdf](https://www.gouvernement.lu/4225960/Decisions_gouvernement_syndicats_nov-2014.pdf).

<sup>132</sup> Dont certaines ont été amendées.

## Réformes structurelles, on crie ton nom !

Dans un contexte européen de crise marqué par un ralentissement économique et par l'envolée des dettes publiques, le *policy mix* recommandé à la zone euro a été de conduire des politiques de consolidation budgétaire (afin de restaurer les comptes publics) et de mener des réformes structurelles (afin de corriger les inefficiences économiques qui entravent la croissance, de rehausser la croissance potentielle, et de stimuler l'emploi). Ces recommandations émanent à la fois des Banques centrales de la zone euro (BCE et BCN<sup>133</sup>), d'organisations internationales (OCDE, FMI), et de la Commission européenne (dans le cadre des *country specific recommendations*<sup>134</sup>).

La Commission européenne fait d'ailleurs des réformes structurelles : un impératif et l'un des 3 piliers de la politique économique et sociale en Europe<sup>135</sup>.

Graphique 24 : Piliers de la stratégie économique recommandée par la Commission européenne



Source : Commission européenne

La Commission considère ainsi que « les réformes structurelles sont un élément essentiel pour permettre aux pays de sortir de l'endettement et de stimuler la création d'emplois plus nombreux et de meilleure qualité ; et que cela requiert une appropriation nationale et un engagement au niveau de gouvernement le plus élevé, ainsi que des parlements nationaux ». Une nouvelle étape dans l'importance accordée aux réformes structurelles a d'ailleurs été franchie en janvier 2015 avec la nouvelle orientation du Pacte de stabilité et de croissance et la « clause de réformes structurelles »<sup>136</sup>.

<sup>133</sup> Banques centrales nationales.

<sup>134</sup> Voir :

[http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm).

<sup>135</sup> Avant que le pilier investissement ne vienne compléter la stratégie de politique économique européenne, elle reposait sur la responsabilité budgétaire et les réformes structurelles et formait, en référence à la stratégie du FMI dans les années 1990, le consensus de Bruxelles; voir:

<http://www.tnova.fr/sites/default/files/14052014%20-%20Faut-il%20en%20rester%20au%20consensus%20de%20Bruxelles.pdf>.

<sup>136</sup> Lorsqu'elle lance une procédure concernant les déficits excessifs, la Commission peut recommander une prolongation du délai pour la correction du déficit s'il existe un plan de réformes structurelles spécifique; voir: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-3220\\_fr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-3220_fr.htm).

#### Encadré 7 : Qu'entend-on par « réformes structurelles » ?

Omniprésente dans les débats économiques et dans les discours politiques, la « réforme structurelle » n'a pourtant pas de définition précise. Globalement, il s'agit de « *décisions prises par les pouvoirs publics afin de s'attaquer à des problèmes liés à la structure de l'économie* »<sup>137</sup>, ou « *des actions qui, tout en n'étant pas nécessairement irréversibles, sont décidées pour une période de temps substantielle et qui concernent les cadres légaux et conventionnels, ou les structures matérielles, de l'économie et de la société. Elles ouvrent ou ferment les champs du possible pour les entreprises privées et des champs de responsabilité pour le secteur public* »<sup>138</sup>.

Sur la base des principales recommandations de réformes structurelles adressées aux pays de la zone euro par l'OCDE et la Commission européenne, il ressort qu'elles concernent généralement la concurrence sur le marché des biens et des services, le fonctionnement du marché du travail, la structure de la fiscalité, les défis environnementaux, la gestion des finances publiques et la protection sociale, la réglementation financière, le système d'enseignement, et les politiques d'innovation.

Il est à signaler qu'une réforme étant « un changement de caractère profond, radical apporté à quelque chose, en particulier à une institution, et visant à améliorer son fonctionnement »<sup>139</sup>, lui accoler « structurelle » revient à commettre un pléonasme.

---

<sup>137</sup> Source : FMI.

<sup>138</sup> Source : OFCE.

<sup>139</sup> Source : dictionnaire Larousse.

## Quelles réformes structurelles pour le Luxembourg ?

Les études convergent pour montrer que les réformes prioritaires à engager au Luxembourg doivent adresser un quadruple défi : l'amélioration de la situation de l'emploi face à un chômage structurel en hausse<sup>140</sup>, l'obligation de préserver une situation budgétaire saine à moyen terme afin de ne pas transmettre un trop lourd fardeau aux générations futures, le devoir de diversifier le tissu économique, et la capacité du système éducatif à empêcher toute fracture éducative.

**Tableau 3 : Recommandation de politiques économiques au Luxembourg**

Liste de recommandations	OCDE <sup>141</sup>	Commission européenne <sup>142</sup>	Fondation IDEA <sup>143</sup>
<b>Marché du travail</b>	<p><b>Améliorer les incitations à travailler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Abaisser les taux de remplacement des programmes de protections sociales;</li> <li>-Réduire les indemnités chômage au cours de la période passée sans emploi;</li> <li>-Supprimer les régimes de retraite anticipée.</li> </ul> <p><b>Assouplir la législation de protection de l'emploi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Allonger la durée totale des contrats temporaires et faciliter leur renouvellement.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Réformer le système de formation des salaires;</li> <li>-Lutter contre les inadéquations des qualifications;</li> <li>-Réduire les incitations financières à ne pas travailler;</li> <li>- Redoubler d'efforts pour accroître le taux de participation des travailleurs âgés, notamment en améliorant leur employabilité par l'apprentissage tout au long de la vie.</li> </ul>	<p><b>Promouvoir un marché du travail efficace</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Mener des actions ciblées en direction des principaux groupes à risque;</li> <li>-Lutter contre le chômage volontaire;</li> <li>-Revoir à la hausse le nombre d'agents de l'ADEM et indexer une partie de la rémunération à leur performance en termes de placement;</li> <li>-Revoir le système d'imposition des conjoints.</li> </ul>

<sup>140</sup> D'après les calculs de la Banque centrale du Luxembourg, sur la période 2007-2012, 75% de la hausse du chômage seraient imputables à la hausse du chômage structurel.

<sup>141</sup> Réformes économiques 2012 : Objectif croissance, OCDE (2012) et Études économiques de l'OCDE : Luxembourg 2015, OCDE (2015).

<sup>142</sup> Évaluation du programme national de réforme et du programme de stabilité du LUXEMBOURG pour 2014, Commission européenne (2014).

<sup>143</sup> Le Luxembourg au carrefour décisif : comment réinventer la croissance sous contrainte budgétaire ? », Fondation IDEA (2014).

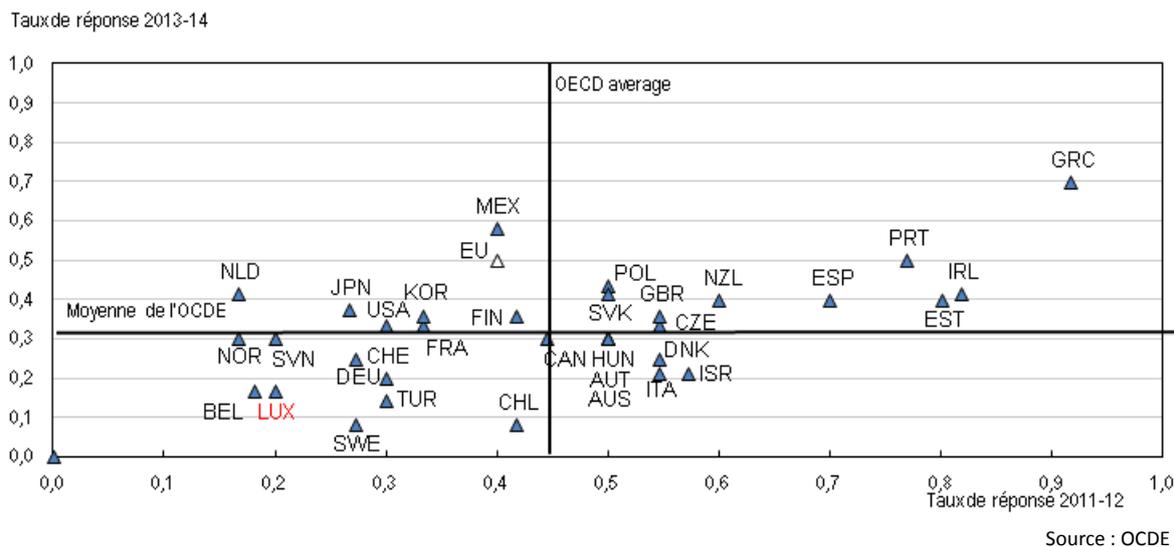
Liste de recommandations	OCDE	Commission européenne	Fondation IDEA
<b>Finances publiques</b>	-Renforcer la planification budgétaire en introduisant un mécanisme d'examen des dépenses.	-Préserver une situation budgétaire saine; -Renforcer la stratégie budgétaire; -Elargir encore l'assiette fiscale; -Instaurer des plafonds de dépenses pluriannuels; -Réduire les dépenses liées au vieillissement.	<b>Accroître l'efficacité de la dépense publique</b> -Adapter le cadre des politiques publiques et y introduire des objectifs et des indicateurs ; -Rationaliser les dépenses fiscales ; -Repenser les prestations familiales ; -Maîtriser la masse salariale de la fonction publique.
<b>Diversification économique</b>	-Intensifier la concurrence dans le secteur intérieur des services; -Encourager l'émergence d'industries novatrices; -Investir dans la R&D.	-Poursuivre la diversification de la structure de l'économie -Développer davantage la coopération entre recherche publique et entreprises.	-Favoriser la création et la transmission d'entreprises -Oser imaginer un renouveau industriel; -Positionner le Luxembourg comme lieu idéal d'essaimage de la recherche dans la Grande-Région; -Insuffler une nouvelle dynamique à la place financière en développant de nouvelles activités financières.
<b>Système éducatif</b>	-Donner une plus grande autonomie aux établissements scolaires afin de permettre d'adapter les programmes aux besoins des élèves; -Rééquilibrer l'enseignement des langues. -Réduire les redoublements; - Améliorer le suivi de la qualité de l'enseignement.	-Accélérer la réforme de l'enseignement général et de la formation professionnelle.	-Adapter le système scolaire à la réalité linguistique des élèves; -Développer l'apprentissage des langues; -Fléchage des ressources destinées à l'enseignement en tenant compte de la présence d'enfants issus de milieux défavorisés.

Sources: OCDE, Commission européenne, IDEA

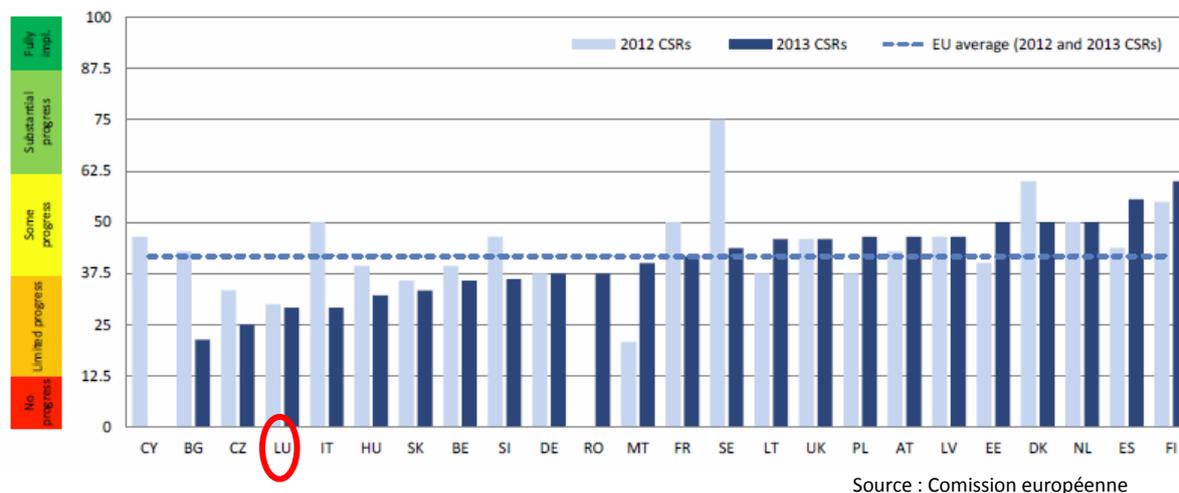
## Les progrès du Luxembourg en matière de réformes structurelles

D'après l'OCDE<sup>144</sup> et la Commission européenne<sup>145</sup>, le Luxembourg aurait un taux de réponse aux recommandations (qui est une mesure usuelle des progrès en matière de réformes structurelles) particulièrement faible.

Graphique 25 : Taux de réponse des pays développés aux recommandations de l'OCDE



Graphique 26 : Taux de réponse des pays de l'UE aux recommandations de la Commission européenne



Ces résultats s'expliquent sans doute par une situation conjoncturelle relativement favorable au Luxembourg (ce sont les pays les plus durement touchés par la crise qui ont le plus entrepris de réformes structurelles), par une appropriation timide des objectifs d'Europe 2020 par les pouvoirs publics luxembourgeois, et par la non-prise en compte des récentes réformes - en cours, annoncées

<sup>144</sup> Economic Policy Reforms 2015: Going for Growth, OECD (2015).

<sup>145</sup> Implementing economic reforms - are EU Member States responding to European Semester recommendations, Servaas Deroose and Jörn Griesse (2014).

ou qui viennent d'être mises en œuvre - (paquet d'avenir, réforme de l'ADEM, réforme de la Fonction publique, garantie jeunesse, etc.).

La question des réformes structurelles ne peut être éludée sous prétexte de conjoncture économique favorable ou de supposée « résistance aux changements » des partenaires sociaux<sup>146</sup>. Il paraît ainsi primordial que le gouvernement maintienne un calendrier rigoureux d'implémentation des réformes (annoncées et envisagées). Il faudra donc mettre en œuvre les différentes mesures contenues dans le paquet d'avenir (réforme budgétaire avec effet de débordement<sup>147</sup>), continuer de compléter l'architecture budgétaire (plafond de dépenses, révisions des dépenses fiscales, etc.), poursuivre les initiatives en faveur de la diversification économique<sup>148</sup>, mener à bien la réforme de la politique familiale, adapter l'offre d'enseignement aux spécificités des demandeurs d'éducation (près de 50% des enfants en âge scolaire au Luxembourg sont nés à l'étranger<sup>149</sup>), assurer à l'Université du Luxembourg les moyens de ses ambitions, parfaire l'écosystème de coopération en matière d'innovation, etc.

Toutefois, puisque les effets positifs de certaines réformes structurelles<sup>150</sup> mettront du temps à se matérialiser<sup>151</sup>, compléter les (grandes) politiques à visée de réformes structurelles par une politique de « petits pas » visant à corriger certaines distorsions économiques semble idoine. Certaines initiatives récentes des pouvoirs publics vont d'ailleurs dans ce sens<sup>152</sup>.

---

<sup>146</sup> Dont la devise paraphrasant la devise nationale (*Mir wëlle bleiwe wat mir sinn*) pourrait être *Mir wëllen hale wat mir hunn*.

<sup>147</sup> Sur le logement, sur l'emploi, sur l'emploi des femmes, etc.

<sup>148</sup> Mesures en faveur de l'émergence de nouvelles activités sur la place financière (*Renminbi business*, finance islamique, Fintech) et dans les secteurs non financiers (TIC, logistique, écotecnologies, technologies de la santé, tourisme).

<sup>149</sup> Source : Commission européenne.

<sup>150</sup> Concernant la politique familiale, l'éducation, la diversification économique.

<sup>151</sup> Voire que compte tenu de la culture du consensus luxembourgeois certaines réformes mettront du temps à être votées.

<sup>152</sup> La plateforme du Ministère de la Fonction publique et de la Réforme administrative (MFPPRA) dédiée à la réforme et à la simplification administrative ([www.vosidées.lu](http://www.vosidées.lu)) par exemple.

## 4. Distorsions à corriger

### 1. La fiscalité très favorable à certains choix de vie

Si le mariage<sup>153</sup> est un acte légal encadré par la loi (articles du code civil), il s'agit également (et surtout) d'une chance ; celle d'avoir trouvé sur cette planète, peuplée de plus de 7 milliards d'habitants, l'âme sœur (ou son frère), une moitié avec qui partager les joies (les peines) et multiplier les possibilités. Au Luxembourg, la législation fiscale « récompense » cet événement heureux avec la « conjugaison » de l'impôt sur le revenu des couples (mariés ou en partenariat)<sup>154</sup> et leur imposition en classe 2.

Actuellement, seuls trois pays de l'OCDE pratiqueraient l'imposition collective obligatoire des revenus des époux (la France, le Portugal, et le Luxembourg). Au Luxembourg (encore davantage qu'en France), plus les deux revenus sont inégaux, plus l'avantage fiscal retiré à être marié a tendance à augmenter. Ce système, en plus d'être défavorable aux célibataires, ressemble à certains égards à une « subvention » aux ménages mono-actifs<sup>155</sup> ou partiellement bi-actifs<sup>156</sup>, et décourage la participation au marché du travail du « second » apporteur de revenus<sup>157</sup> (cf. encadré 8).

#### Encadré 8 : Les externalités de la « conjugaison » de l'impôt<sup>158</sup>

##### Cas 1: Impôt et état civil

	Célibataire	Mariés ou en partenariat
Salaire imposable annuel	30 000	30 000 et 30 000
Impôt	3 090	5 264

##### Cas 2: Impôt et incitation à l'inactivité

	Couple mono-actif	Couple bi-actif
Salaire imposable annuel	100 000 et 0	100 000 et 40 000
Impôt	21 449	36 263
Net du couple	78 551	103 737

Dans le cas 1, l'équité horizontale semble mise à mal. Un célibataire gagnant 30.000 euros contribuera relativement plus que 2 conjoints gagnant chacun 30.000 euros du fait notamment de l'abattement extra-professionnel, qui ne correspond pourtant à aucun frais réel. Dans le cas 2, il y a incitation pour le second apporteur de revenus à rester inactif, puisqu'en générant 40.000 euros de plus, le couple ne dispose que de 25.186 euros supplémentaires. Le salaire du couple augmente ainsi de 40%, leur revenu disponible (le net du couple) ne progresse que de 32%, et leurs impôts explosent (+69%).

<sup>153</sup> Tout comme le partenariat.

<sup>154</sup> « Sont imposés collectivement les époux (...) et les partenaires (...) ».

<sup>155</sup> Un seul revenu.

<sup>156</sup> Situation où l'un des deux conjoints (généralement la femme) ne travaille qu'à temps partiel.

<sup>157</sup> Il reposerait sur une approche dépassée (modèle patriarcal) héritée d'une époque où les femmes n'apportaient qu'un revenu d'appoint.

<sup>158</sup> Dans les exemples présentés, est considéré le cas fictif de personnes sans enfant ne disposant que de revenus salariaux. L'impôt est calculé sur les salaires annuels; 2014 est l'année d'imposition considérée.

En matière d'impôt sur le revenu, l'équité fiscale horizontale<sup>159</sup> devrait être l'objectif absolu ; par conséquent, la fiscalité devrait demeurer neutre vis-à-vis des choix individuels (partenariat, célibat, mariage). Alors, dans l'esprit de l'article 214 du code civil « (...) *les conjoints contribuent aux charges du mariage à proportion de leurs facultés respectives* », la charge fiscale de chaque conjoint devrait refléter sa capacité contributive propre<sup>160</sup>. Pour ce faire, passer d'une imposition conjointe à une imposition séparée semble indiqué. Cela devrait avoir un impact positif sur l'emploi à temps partiel des femmes (très élevé au Luxembourg<sup>161</sup>), empêcher l'inactivité volontaire d'un des époux liée à la seule raison du manque à gagner fiscal<sup>162</sup>, et, de la sorte, majorer les recettes fiscales<sup>163</sup>. Parce qu'une telle remise à plat pourrait augmenter significativement la charge fiscale de certains ménages à faibles revenus, une alternative serait de garder le système actuel tout en plafonnant le bénéfice de l'imposition collective, ou de pratiquer l'imposition séparée en accordant un « abatement conjoint »<sup>164</sup>.

---

<sup>159</sup> Des contribuables ayant les mêmes capacités contributives paient le même montant d'impôt.

<sup>160</sup> Ou la capacité contributive du ménage en tenant compte des avantages liés à la vie à deux.

<sup>161</sup> En 2013, le temps partiel atteignait 36% de l'emploi total des femmes (6% chez les hommes). Dans le même temps au Luxembourg, le temps partiel involontaire ne concerne que 10% des travailleurs à temps partiel (30% dans la zone euro).

<sup>162</sup> L'inactivité peut être un choix assumé et voulu et dans ce cas, nul ne peut « contraindre » une personne à l'activité ; l'objectif est de ne plus subventionner (*via* des réductions fiscales) l'inactivité volontaire dont la raison serait un conjoint (époux ou épouse) gagnant assez pour deux.

<sup>163</sup> Cette majoration pourrait être redistribuée à l'ensemble des contribuables par ailleurs.

<sup>164</sup> Sous conditions (de revenus par exemple).

## 2. Les congés extraordinaires discutables

Au Luxembourg, les congés extraordinaires accordés aux salariés (et apprentis) se caractérisent par une durée variable comprise entre 1 et 6 jours. A la charge de l'employeur, ces congés sont accordés à ceux qui doivent s'absenter de leur travail pour certains motifs d'ordre personnel<sup>165</sup> et sont, fort logiquement, fonction de l'évènement qui y donne droit.

Tableau 4 : Congés extraordinaires accordés au Luxembourg

Evènement	Fonctionnaire	Salarié privé
Célébration du mariage du salarié ou fonctionnaire	6 jours	6 jours
Déclaration de partenariat du salarié ou fonctionnaire	6 jours	6 jours
Décès du conjoint / partenaire	3 jours	3 jours
Décès d'un parent au 1 <sup>er</sup> degré (soit du salarié / fonctionnaire, soit de son conjoint / partenaire) : père, mère, fils, fille	3 jours	3 jours
Mariage / déclaration de partenariat d'un enfant	2 jours	2 jours
Déménagement	2 jours	2 jours
Adoption d'un enfant de moins de 16 ans (sauf si le salarié est bénéficiaire du congé d'accueil en cas d'adoption)	2 jours	2 jours
Naissance d'un enfant légitime ou naturel reconnu (au bénéfice du père - indépendamment du nombre d'enfant(s))	4 jours	2 jours
Enrôlement au service militaire	1 jour	1 jour
Décès d'un parent du 2 <sup>e</sup> degré (soit du salarié / fonctionnaire, soit de son conjoint / partenaire) : grand-père, grand-mère, petit-fils, petite-fille, frère, soeur (3 jours pour le décès d'un frère ou d'une soeur d'un fonctionnaire qui partageait le domicile de ce dernier)	1 jour	1 jour

Source : [www.guichet.public.lu](http://www.guichet.public.lu)

A priori, rien ne justifie que le nombre de jours accordés à un père pour la naissance de son enfant varie suivant qu'il soit salarié du secteur privé ou fonctionnaire ; un nouveau-né ne devrait pas avoir plus ou moins de « droits » en fonction du statut de son père. De même, il est très surprenant que les salariés bénéficient de 6 jours pour un mariage ou un partenariat (événements heureux), soit le double de ce qui est accordé en cas de décès d'un parent ou d'un enfant ; cela paraît tout à fait discutable puisque les semaines de travail ne sont plus de 6 jours<sup>166</sup>, et parce qu'il s'agit d'une hiérarchie des évènements de la vie relativement peu raisonnable.

De plus, dans la mesure où : 40% des mariages finissent par un divorce, 25% des nouveaux mariés sont d'anciens divorcés, et qu'il est possible de transiter du partenariat au mariage, un même individu peut au cours d'une vie bénéficier à plusieurs reprises de congés « extraordinaires » liés au mariage, rendant ces congés *de facto* extra-ordinaires<sup>167</sup>.

<sup>165</sup> Source: <http://www.guichet.public.lu/entreprises/fr/ressources-humaines/conges/situation-perso/conge-extraordinaire/index.html>.

<sup>166</sup> Si le travail se pense en durée légale, le congé extraordinaire lié au mariage repose dans une certaine mesure sur « l'ancienne » semaine de travail (samedi inclus).

<sup>167</sup> Comprendre (très) ordinaires.

Si le bien-fondé de ces congés n'est pas à remettre en cause, une harmonisation entre fonctionnaires et salariés du secteur privé, et un « dépolssiéragé » du congé concernant le mariage et le partenariat s'avèrent nécessaire<sup>168</sup>.

---

<sup>168</sup> Le ministère de la Fonction publique et de la Réforme administrative évoque une « une limitation du congé extraordinaire pour la célébration du mariage ou du partenariat à un maximum de deux fois 6 jours ouvrables » (mesure n° 109 des mesures de restructuration des comptes publics), mais cette mesure n'a pas encore été votée et ne concernerait que la Fonction publique.

### 3. Les dépenses fiscales très (trop) orientées

Les dépenses fiscales sont des mesures dérogatoires par rapport à des normes fiscales de référence. Elles peuvent prendre des formes diverses (exonérations, abattements, taux réduits, déductibilités, exemptions) et sont des instruments d'intervention des pouvoirs publics, comparables à des allocations ou des subventions, qui visent à orienter<sup>169</sup> les comportements des agents économiques.

Pour la première fois au Luxembourg, une liste de dépenses fiscales a été annexée au projet de loi relatif à la loi de programmation financière pluriannuelle 2015-2018. 20 dépenses fiscales sont ainsi recensées. Leur coût total pour 2015 est estimé à 786 millions d'euros, soit 7% des recettes fiscales de l'Etat. Elles concernent principalement le logement (58% des montants), et semblent comporter un biais en faveur des personnes... mariées ou en partenariat<sup>170</sup>.

Tableau 5 : Liste des dépenses fiscales en 2015

	Manque à gagner (Mio EUR)
<b>Liées au logement</b>	<b>461</b>
- Déductibilité des intérêts débiteurs	43
- Exemption de la plus-value de cession de la résidence principale	73
- TVA logement	174
- Crédit d'impôt logement ( <i>Bëllegen Akt</i> )	152
- Déductibilité des cotisations d'épargne logement	19
<b>En faveur des couples (mariés, en partenariat)</b>	
- Abattement extra-professionnel	<b>70</b>
<b>Autres</b>	<b>255</b>
<b>Total</b>	<b>786</b>

Source: Projet de loi de programmation financière pluriannuelle

Bien que la liste des dépenses fiscales soit incomplète, leur coût final est significatif et les biais qu'elles comportent sans doute représentatifs. Partant de cette liste, des règles d'encadrement<sup>171</sup> pourraient être fixées afin d'éviter toute inflation<sup>172</sup> du nombre (et du coût) de dépenses fiscales. Aussi, une étude d'impact sur le bien-fondé de certaines dépenses fiscales est à envisager ; un tel examen aurait l'avantage de compléter leur difficile pilotage<sup>173</sup>. Enfin, dans le cas où de nouvelles hausses de prélèvements obligatoires seraient inévitables, une réduction du coût des dépenses fiscales afin d'élargir les assiettes est préférable à une augmentation linéaire des taux. Une réduction de l'abattement extra-professionnel accordée aux époux et un *Bëllegen Akt*<sup>174</sup> tenant compte des

<sup>169</sup> Inconsciemment et consciemment.

<sup>170</sup> Abattement extra-professionnel et doublement du crédit d'impôt logement (*Bëllegen Akt*) en faveur des couples (mariés ou en partenariat).

<sup>171</sup> Par exemple « toute création ou extension de dépenses fiscales doivent être compensées par des suppressions ou diminutions équivalentes ».

<sup>172</sup> Comme dans les années 1990-2000.

<sup>173</sup> Entre 2008 et 2015 la faveur fiscale au titre du *Bëllegen Akt* a progressé de 26% et le marché immobilier est resté sous tension, l'étude d'impact devrait renseigner dans quelle mesure pareille aide alimente (ou pas) la hausse des prix.

<sup>174</sup> Ou tenant compte des revenus des acquéreurs comme désormais pour la bonification d'intérêt.

économies d'échelle en matière de logement que permet de réaliser la vie commune pourraient dès lors être des pistes à privilégier.

#### **Encadré 9 : A quand une modernisation du *Bëllegen Akt*?**

Si le *Bëllegen Akt* est une mesure de soutien à l'accession à la propriété qui répond à un objectif de politique économique clair : « *encourager la mise sur le marché de terrain à bâtir et d'immeuble d'habitation* », son caractère non ciblé et indifférencié est un biais à corriger<sup>175</sup>. Après une tentative (avortée) de le lier au niveau de revenu en 2010, une tentative de ciblage avait été introduite en 2011 avec un projet de loi<sup>176</sup> qui visait à lier le *Bëllegen Akt* à la performance énergétique des immeubles à acquérir. Renvoyé en Commission des Finances et du Budget en décembre 2013, ce projet de loi n'a toujours pas été voté.

---

<sup>175</sup> Aucune condition de fortune, de valeur de l'immeuble, de revenus des acquéreurs n'est actuellement prise en considération.

<sup>176</sup> Projet de loi n°6336 déterminant différentes mesures fiscales destinées à encourager l'amélioration de l'efficacité énergétique dans le domaine du logement (...).

#### 4. Le cumul des avantages dans la Fonction publique

Les agents de la Fonction publique sont au service de la communauté et œuvrent au bon fonctionnement de l'Etat. Ils font un travail parfois contraignant (astreinte, horaire décalé, devoir de réserve, impossibilité de faire grève dans certains cas<sup>177</sup>, obligation de formation, etc.) voire dangereux (police, armée), et doivent assumer de grandes responsabilités (former, éduquer, soigner, protéger, nettoyer, exercer la puissance publique, etc.). Il n'est dès lors pas « inconcevable » qu'ils puissent disposer de certains avantages (statut, prime, etc.), et que le législateur fasse de la Fonction publique un secteur abrité. Les avantages liés à la Fonction publique (en nature ou en espèces) sont d'ailleurs souvent la contrepartie de conditions de travail parfois difficiles.

Au Luxembourg, on distingue trois « classes » d'agents de la Fonction publique - les fonctionnaires (recrutés sur examens-concours), les employés et salariés (admis en fonction de leurs diplômes ou certificats d'études)<sup>178</sup> - travaillant pour l'Etat, les Administrations communales ou les établissements publics. Suivant cette spécification, près d'un salarié sur 10 au Luxembourg serait un agent de la Fonction publique<sup>179</sup>.

Les niveaux de rémunération dans le secteur public<sup>180</sup> y sont particulièrement confortables. Ainsi, les salaires annuels moyens dans l'Administration publique (64.600 euros) et l'Enseignement (76.600 euros) étaient largement supérieurs en 2013 au salaire moyen pratiqué dans le pays (51.700 euros). Si une partie de la différence de rémunération entre le secteur public et l'ensemble de l'économie s'explique par le niveau d'ancienneté<sup>181</sup> ou le niveau de qualification<sup>182</sup> dans le secteur public, il semble toutefois exister une « prime » dans le secteur public au Luxembourg. En effet, selon les calculs de la Commission européenne<sup>183</sup>, à niveau de qualification équivalente et à âge égal, les rémunérations du secteur public sont supérieures de 20,4% à celles du secteur privé.

---

<sup>177</sup> Voir : <http://www.fonction-publique.public.lu/fr/statut/fonctionnaire/droits-devoirs/greve/index.html>.

<sup>178</sup> Source: Le secteur public, Working papers du STATEC, Isabelle P (2009).

<sup>179</sup> Suivant la définition retenue, les effectifs peuvent varier.

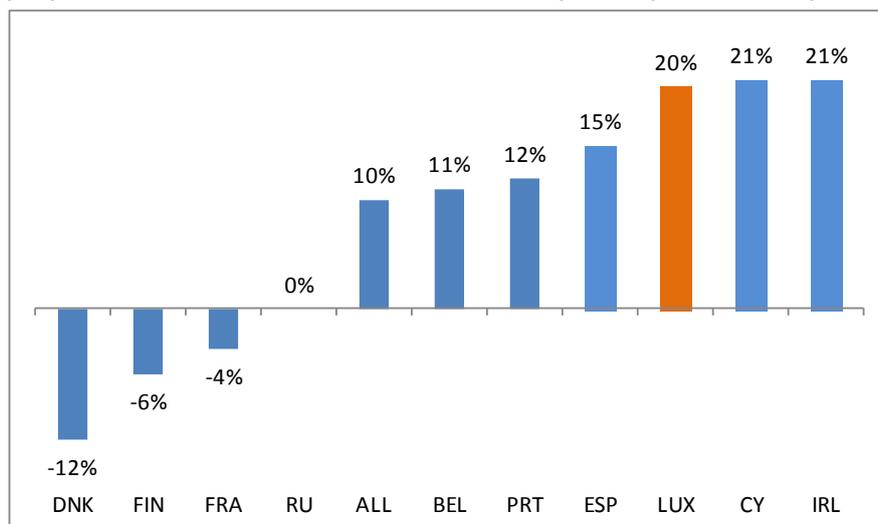
<sup>180</sup> Pour des raisons de disponibilité de données sont considérés comme faisant partie du secteur public (plus large que la Fonction publique) : l'Administration publique et l'Enseignement sans distinction entre fonctionnaires, employés, et salariés.

<sup>181</sup> 48% des salariés de l'Administration publique et 32% des salariés de l'Enseignement ont une ancienneté de 15 ans ou plus.

<sup>182</sup> 80% des salariés de l'Administration publique et 96% des salariés de l'Enseignement ont un niveau d'éducation postsecondaire ou supérieur, contre 77% pour l'ensemble des salariés.

<sup>183</sup> Voir : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2013/pdf/ecp508\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp508_en.pdf).

**Graphique 27 : Ecart de rémunération entre secteurs privé et public en Europe en 2010**



Source : Commission européenne

Puisque certains agents du secteur public ont le statut de fonctionnaire à vie, la prime de risque - que représente l'écart de salaire entre le secteur public et le secteur privé - dont ils bénéficient pose question. Une façon de rééquilibrer la balance salariale entre privé et public serait de reconsidérer certains « accessoires de traitement<sup>184</sup> » dont bénéficient les agents de la Fonction publique et qui font doublon (par exemple : l'allocation de famille de 27 points indiciaires en plus des allocations familiales (cf. encadré 10), la subvention d'intérêt en plus des aides en intérêts « ouvertes à tous » (bonification d'intérêt, déductibilité des intérêts débiteurs), etc.).

#### **Encadré 10 : Allocation de famille, un bonus pour enfant dans la Fonction publique**

Alors qu'il est question de « réforme des allocations familiales » au Luxembourg, il y a un volet (propre aux agents publics) absent des débats à savoir l'« allocation de famille ». Cette allocation a la particularité d'être à la fois un élément de rémunération (il est pensionnable) et une prestation sociale (liée à la charge effective d'enfant depuis la récente réforme de la Fonction publique).

L'« allocation de famille » a remplacé l'« allocation de chef de famille » en 1983<sup>185</sup>. Elle était alors réservée : au fonctionnaire marié, non séparé de corps ; et au fonctionnaire veuf, séparé de corps judiciairement ou divorcé ainsi que le fonctionnaire célibataire s'il a ou a eu des enfants à charge.

Depuis 1983, elle a été modifiée à plusieurs reprises, des modifications qui ont concerné notamment les montants de l'allocation qui furent portés de 6% du traitement du fonctionnaire, à 8,1% (sans pouvoir être ni inférieure à 25 points indiciaires (p.i.), ni supérieure à 29 p.i.).

La récente réforme de la Fonction publique (votée en mars 2015), parce qu'elle considérait ce système « inégalitaire » a réformé l'allocation de famille. Désormais, elle « est fixée sous forme d'un montant unique de 27 p.i.<sup>186</sup> indépendant du niveau de traitement (à la place d'un montant variant entre 25 et 29 p.i. en fonction du montant du traitement), et liée à la charge effective d'un ou de plusieurs enfants, sans aucun rapport avec l'état civil des parents ».

<sup>184</sup> Allocations, primes, suppléments et indemnités spéciales.

<sup>185</sup> Voir : <http://www.legilux.public.lu/rgl/1983/A/0935/1.pdf>.

<sup>186</sup> 1 point indiciaire vaut actuellement à peu près 18 euros par mois.

En « réformant » la Fonction publique, le législateur a donc (légalement) donné naissance à des allocations familiales « spéciales » de l'ordre de 500 euros par mois<sup>187</sup> dédiées aux fonctionnaires (en plus des allocations familiales générales auxquelles ils ont droit), et instauré un système à deux vitesses puisque « *le régime de l'allocation de famille actuel pour les bénéficiaires actuels est maintenu* ».

Et pourtant, comme le disait explicitement le Conseil d'Etat dans son avis sur le projet de loi fixant le régime des traitements et les conditions et modalités d'avancement des fonctionnaires de l'Etat<sup>188</sup> :  
« ***A quoi rime l'allocation de famille (versée à l'agent qui a un ou plusieurs enfants à charge) alors que les allocations familiales ont la même finalité?*** »

---

<sup>187</sup> Pensionnables par ailleurs.

<sup>188</sup> Voir avis du Conseil d'Etat sur le dossier parlementaire n°6459.

## 5. La place des femmes dans les organes de décision

Alors que les filles sont majoritaires dans l'enseignement scolaire classique (54%), que leur taux de décrochage scolaire est moins élevé que celui des garçons, qu'elles sont majoritaires dans l'enseignement supérieur (53%), qu'elles représentent 40% de l'emploi salarié intérieur<sup>189</sup>, elles sont moins nombreuses (11%) que les hommes aux postes de direction des entreprises au Luxembourg<sup>190</sup>.

Dans le but de corriger cette « anomalie » et de briser le « plafond de verre », le ministère de l'Égalité des chances luxembourgeois entend « garantir la promotion d'une représentation équilibrée entre femmes et hommes au sein des conseils d'administration des établissements publics ». Concrètement, le ministère vise une présence de 40% du sexe sous-représenté<sup>191</sup> dans les conseils d'administration du secteur public d'ici 2019.

Puisqu'il y a un large consensus (dans la société civile) sur la nécessité d'atteindre un tel objectif et qu'en matière de parité rien ne vaut l'exemple et les modèles, les corps intermédiaires qui soutiennent cette démarche pourraient montrer l'exemple - bien avant 2019.

Actuellement, les femmes sont en effet sous-représentées dans leurs organes de décision<sup>192</sup>.

**Tableau 6 : La place des femmes dans les instances de décision de certains corps intermédiaires**

	<b>Conseil d'administration/Assemblée plénière</b>	<b>Nombre de femmes</b>
<b>ABBL</b>	24	1
<b>ALFI</b>	24	3
<b>Association luxembourgeoise des Ingénieurs</b>	6	0
<b>Association luxembourgeoise des Journalistes</b>	9	3
<b>Chambre de Commerce</b>	25	2
<b>Chambre des Salariés</b>	60	17
<b>Syvicol</b>	6	2

Source: Paperjam guide

Lors des prochaines élections au sein des différents corps intermédiaires au Luxembourg, une plus grande féminisation des instances dirigeantes (par la promotion de candidatures féminines) est une démarche qui permettrait, sans doute, des effets de débordements au secteur privé. Par ailleurs, voir plus de femmes négocier et prendre position lors des tripartites est de nature à créer des vocations chez des filles et des femmes, entrepreneures dans l'âme, qui faute de modèle n'osent peut-être pas sauter le pas de l'entrepreneuriat.

<sup>189</sup> Source : STATEC.

<sup>190</sup> Comme partout en Europe d'ailleurs.

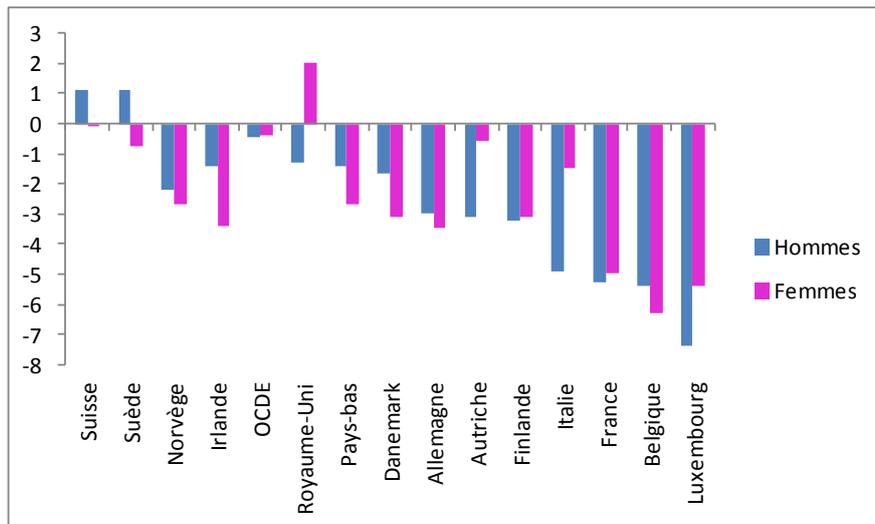
<sup>191</sup> Généralement féminin.

<sup>192</sup> Dont la composition se fait pour certains par élection.

## 6. Les inégalités intergénérationnelles

Les retraités (du régime général ou des régimes spéciaux) jouissent au Luxembourg d'une situation relativement favorable, fruit de leurs efforts (travail, cotisations) passés. Ils ont également eu, pour certains, la « chance » de bénéficier d'un « repas gratuit<sup>193</sup> ». Actifs durant une partie des « trente glorieuses » puis des « vingt splendides », ils ont pu intégrer plus tôt le marché du travail<sup>194</sup>, profiter de la mutation de l'économie et de l'essor de la place financière (en termes d'activité et de revenus), acquérir des biens immobiliers qui ont depuis beaucoup gagné en valeur, partir à la retraite généralement avant l'âge légal de 65 ans, et ont vu leur gain d'espérance de vie alimenter quasi-intégralement leurs années retraite.

Graphique 28 : Ecart entre âge effectif et âge légal de départ à la retraite



Source : OCDE

Tableau 7 : Espérance de vie à l'âge de la retraite (nombre d'années)

	1971	1983	1993	1999	2002	2010
Norvège	9	10	13	14	14	16
Danemark	12	12	12	13	13	16
Finlande	11	13	14	15	16	17
Irlande	8	8	13	14	15	17
Royaume-Uni	12	13	14	15	16	17
Allemagne	14	15	17	18	17	17
Pays-Bas	13	14	14	15	16	17
Suède	12	13	16	16	17	18
Suisse	13	15	16	17	18	19
Luxembourg	11	13	18	19	19	21
Belgique	15	17	18	19	19	21
France	13	14	19	20	20	22
Italie	17	17	24	25	24	23

Source : OCDE

<sup>193</sup> Cela semble avéré, grossièrement, des retraités à horizon 2035 (année qui verra le départ à la retraite des dernières générations de baby-boomers).

<sup>194</sup> Avec l'allongement des études et la montée du chômage des jeunes le début de carrière pour les nouvelles générations est plus tardif.

Ils bénéficient par ailleurs de revenus monétaires plus importants que les actifs. Les pensions de vieillesse<sup>195</sup> moyennes se situent à 3.406 euros, soit un montant 6% supérieur au niveau de vie moyen des ménages au Luxembourg<sup>196</sup>. De même, les personnes retraitées sont moins exposées au risque de pauvreté par rapport au reste de la population. Le taux de risque de pauvreté<sup>197</sup> est ainsi de 5,3% chez les retraités, contre 10% chez les salariés, et 15% pour l'ensemble de la population. Aussi (fort logiquement), la proportion de ménages retraités propriétaires sans remboursement d'emprunt est plus importante que pour le reste de la population. Le taux de propriétaires parmi les ménages de deux adultes dont l'un au moins a 65 ans et plus est de 87% (contre 70% pour l'ensemble des ménages), et parmi ces ménages seuls 4,7% ont un prêt en cours (contre 42% pour l'ensemble des ménages). La « capacité contributive » des retraités est donc grande.

Et pourtant, le choc de productivité que connaît l'économie luxembourgeoise depuis la crise a principalement concerné les actifs. Depuis 2009 le coefficient de charge<sup>198</sup> est en hausse, et le rythme de progression des dépenses courantes de l'assurance pension est supérieur à celui des cotisations. Par ailleurs, la réforme du système de retraite conduite en 2012 n'introduit qu'une très lente et progressive adaptation du montant des pensions (sur 40 années) ; elle touchera donc (toutes choses égales par ailleurs) davantage les actifs d'aujourd'hui (retraités de demain). De même, les mesures de consolidation budgétaire envisagées pour 2015-2018, quand elles ne sont pas générales (hausse de TVA, impôt d'équilibrage budgétaire temporaire), concernent principalement les jeunes actifs (réforme des allocations familiales, abolition de l'allocation de maternité, abolition de l'allocation d'éducation, aide au réemploi).

Une plus juste contribution des retraités<sup>199</sup> aux efforts de consolidation est donc souhaitable et possible. Cela pourrait se faire dans le cadre de la prochaine réforme fiscale en agissant notamment sur l'impôt foncier<sup>200</sup> ou en introduisant par exemple une surtaxe sur les allocations de fin d'année<sup>201</sup> (tout en prenant soin de ne pas pénaliser les pensions les plus modestes).

---

<sup>195</sup> Pour les bénéficiaires masculins.

<sup>196</sup> On retrouve le même écart en comparant le niveau de vie moyen des ménages où la personne de référence a plus de 65 ans avec le niveau de vie moyen de l'ensemble des ménages au Luxembourg.

<sup>197</sup> Fixé à 60% du revenu médian.

<sup>198</sup> Nombre moyen de pensionnés pour 100 assurés.

<sup>199</sup> Plus généralement des seniors.

<sup>200</sup> En introduisant par exemple un système modulé suivant que le propriétaire ait un emprunt en cours (généralement jeune) ou pas (généralement sénior).

<sup>201</sup> Qui sont comparables à des revenus non périodiques.

## 7. Les mesures pour l'emploi (et contre le chômage)

Les politiques pour l'emploi sont au Luxembourg un « savant mélange » de mesures d'activation (formation, mesures d'insertion, incitation à l'embauche, aides diverses) et de politiques passives (indemnité de chômage, préretraite, garantie des créances en cas de faillite de l'employeur), servies par une communication rodée<sup>202</sup>.

Ces différentes politiques ont coûté près de 470 millions d'euros en 2011<sup>203</sup> ; 42% revenant aux mesures d'activation, et 58% aux politiques passives.

**Tableau 8 : Dépenses en faveur des politiques pour l'emploi au Luxembourg (Mio EUR)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Mesures d'activation</b>	130,89	137,49	133,07	141,69	168,77	195,83
<b>Politiques passives</b>	200,70	195,09	206,60	331,14	316,71	271,76
<b>Total</b>	331,59	332,58	339,67	472,83	485,48	467,59

Source: Eurostat

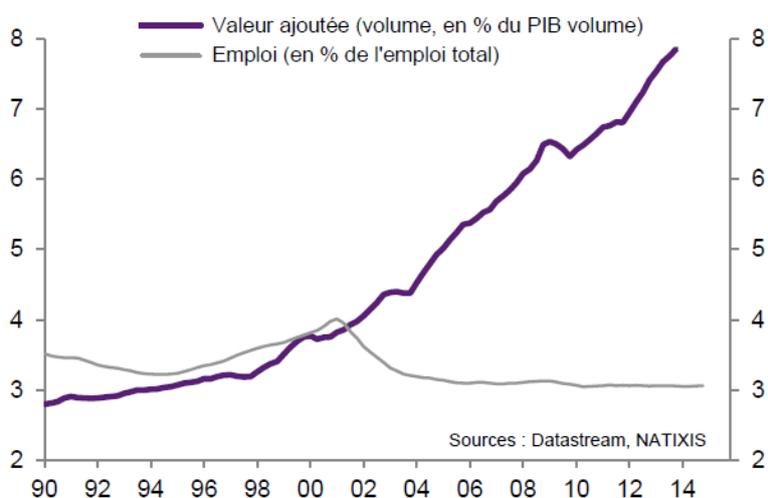
S'agissant de la communication en faveur des actions menées et envisagées en faveur de l'emploi, elle est incarnée au sein du gouvernement actuel par le ministère des Finances - qui s'active pour que la Place financière conforte ses acquis et attire de nouvelles activités (Fintech, finance islamique, banques de pays émergents) génératrices de nouveaux emplois - le ministère de l'Economie - qui met en avant les efforts de diversification axés sur quelques secteurs porteurs (TIC, logistique, écotechnologies, technologies de la santé et spatiale) - et le ministère du Travail - qui fait la promotion des mesures contre le chômage (garantie jeunesse, Entreprises partenaires pour l'emploi, moyens supplémentaires octroyés à l'ADEM, etc.).

Le problème (documenté et connu) du marché du travail luxembourgeois est celui de l'inadéquation entre demande de travail des entreprises établies au Grand-Duché et l'offre de travail émanant des résidents. Si les activités technologiques à haute valeur ajoutée (TIC, Fintech, technologies de la santé et spatiale) sont nécessaires au développement et au rayonnement du Luxembourg, elles ne parviendront pas, toutes choses égales par ailleurs, à faire baisser sensiblement le nombre de chômeurs. Ces activités étant particulièrement productives, elles sont grandes en valeur ajoutée mais pas en termes d'emplois (cf. graphique 28), et les compétences qu'elles requièrent risquent d'être pour la plupart importées (travailleurs frontaliers ou nouveaux résidents). Il en va ainsi également du secteur financier qui, compte tenu des contraintes internationales et de la poursuite de sa modernisation, sera moins créateur d'emplois et moins dynamique que par le passé.

<sup>202</sup> Et bien aidées par un marché du travail dynamique.

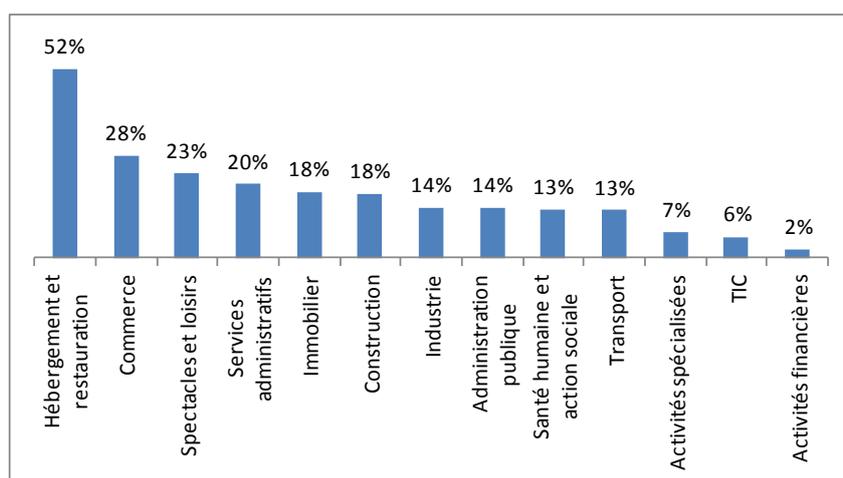
<sup>203</sup> Hors coût des services de l'ADEM.

**Graphique 29 : Valeur ajoutée et emploi dans le secteur des nouvelles technologies aux Etats-Unis**



Gagner la bataille contre le chômage (sachant que les chômeurs au Luxembourg sont majoritairement (55%) peu qualifiés<sup>204</sup>, que certains ne disposent pas des compétences linguistiques nécessaires, que des demandeurs d'emploi des régions frontalières leur font concurrence<sup>205</sup>, et que le système de prestations sociales génère des pièges à inactivité<sup>206</sup>) suppose de reconnaître, d'assumer, et de communiquer sur le fait qu'une (grande) partie de la solution se trouve dans les services domestiques, la distribution, les loisirs, la restauration, la construction; des secteurs qui (pour des raisons de productivité plus faible dans certaines de leurs activités) rémunèrent le cas échéant à un niveau plus proche du salaire minimum, mais ont, de la sorte, une grande capacité d'absorption de salariés peu ou non qualifiés<sup>207</sup>.

**Graphique 30 : Proportion de salariés (hors fonctionnaires) rémunérés au voisinage du salaire social minimum**



Source: IGSS

<sup>204</sup> Niveau inférieur (scolaire obligatoire) ou niveau moyen inférieure (10<sup>ème</sup> à 11<sup>ème</sup> de l'enseignement secondaire technique ; 4<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> enseignement secondaire)

<sup>205</sup> Et à niveau de qualification supérieur sont prêts à accepter un emploi autant rémunéré compte tenu du coût de la vie moindre dans les régions frontalières par rapport au Luxembourg.

<sup>206</sup> Voir : Rapport 2015 pour le Luxembourg, Commission européenne (2015).

<sup>207</sup> Entre 2009 et 2013, 80% des emplois créés dans la construction, 73% des emplois créés dans le commerce, 46% des emplois créés dans les autres activités de services ont été pourvus par des frontaliers.

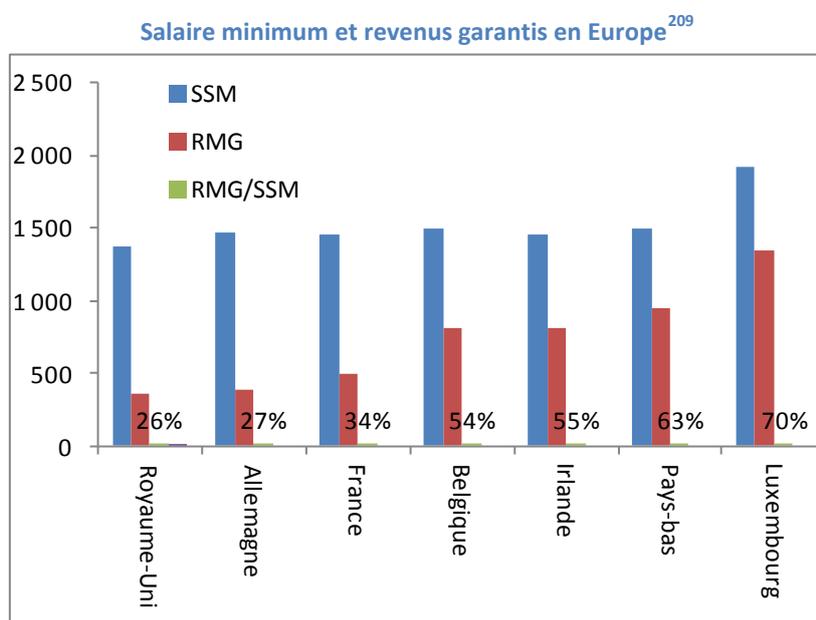
Pour transformer l'essai et faire baisser le nombre d'inscrits auprès de l'ADEM, accompagner les chômeurs vers l'emploi grâce à la formation est un élément nécessaire (mais insuffisant). Il faudra également rendre les secteurs à moindre productivité attractifs et payants pour les demandeurs d'emploi résidents. Cela passe par une communication adéquate (promotion de ces activités), et des mesures bien pensées qui empêchent tout arbitrage au profit des prestations sociales en étant inactif, plutôt que le salaire minimum en étant en activité (cf. encadré 10).

#### Encadré 11 : RMG - coup de pouce à l'emploi?

Au sein de l'Union européenne, si tous les pays n'ont pas de salaire minimum, ils disposent quasiment tous des revenus minima garantis (de type RMG), calculés de façon différentielle entre les ressources disponibles de leurs bénéficiaires et le revenu garanti retenu comme référence. Ces revenus garantis varient généralement suivant la composition des ménages (personne vivant seule, parent isolé, etc.), les cycles de vie (minima pour les personnes d'âge actif, revenu minimum pour personnes âgées, etc.) et des situations de fragilité spécifiques (handicap, etc.).

Concernant les personnes aptes au travail, les montants des revenus minima garantis sont généralement une fonction (implicite ou explicite) du salaire social minimum (SSM) dans les pays qui en disposent, ou d'un revenu de subsistance calculé en fonction d'un panier de produits de première nécessité pour les pays ne disposant pas de salaire minimum.

C'est au Luxembourg que le RMG est le plus élevé, et représente la plus grande fraction du salaire social minimum (70%)<sup>208</sup>.



Source : diverses sources nationales

Il est parfois reproché au RMG luxembourgeois d'agir comme un « incitant à l'inactivité » compte tenu de son niveau élevé et des autres avantages auxquels il donne droit (gratuité des transports en commun, chèques-service, bonification de loyer, allocation de vie chère). Cette vision, quelque peu réductrice, souffre toutefois de ne pas reconnaître que le RMG se veut avant tout un outil

<sup>208</sup> Cas d'une personne seule.

<sup>209</sup> Cas d'un célibataire sans enfant.

d'activation (la participation à des activités d'insertion sociale et professionnelle (sauf dispenses) est une condition d'attribution du RMG). Par ailleurs, ce reproche ne résiste pas à l'analyse statistique du profil des personnes concernées par le RMG. Sur les quelques 20.000 personnes<sup>210</sup> membres de « ménages RMG », 11% sont soumis à l'obligation de participation à une activité d'insertion professionnelle et 89% en sont dispensés (dont 40% pour des raisons d'âge (trop jeunes ou trop âgés), 13% pour incapacité permanente ou transitoire, 10% car en activité professionnelle, 6% pour dépassement de plafond<sup>211</sup>).

Le premier « défaut » du RMG serait donc l'importance des dispenses. Ensuite, des simulations conduites par Caritas<sup>212</sup> montrent qu'il est rationnellement souvent préférable d'être en activité (de préférence à temps partiel avec un complément RMG) que simplement bénéficiaire du RMG, sauf pour les membres de la catégorie « dispense pour dépassement de plafond ». Le RMG inciterait donc à travailler à temps partiel (cas principaux), et à être inactif un éventuel deuxième apporteur de revenus dans le ménage (cas particuliers).

Les solutions pour faire du RMG un outil efficace et moderne de transition vers l'emploi ne résident donc pas uniquement dans son montant par rapport au SSM, mais dans certaines dispenses qui l'empêchent de tenir son rôle de mesure d'insertion. Une attention particulière devrait donc être portée sur les conditions des dispenses pour « incapacité transitoire ou permanente », et la dispense pour « dépassement de plafond » devrait être le cas échéant supprimée au profit d'un système qui n'affecte pas négativement les possibilités d'insertion d'un potentiel deuxième apporteur de revenus dans le ménage RMG<sup>213</sup>. Aussi, il faudrait veiller à rendre le système moins pénalisant pour les personnes qui passent d'un temps partiel à un temps complet<sup>214</sup>, et éventuellement lui assigner des objectifs en termes de taux de participation à des activités d'insertion professionnelle et de taux de réussite en matière d'activation<sup>215</sup>. Enfin, « la trajectoire de vie » des jeunes membres de ménages RMG est un enjeu futur important en lien direct avec leur réussite scolaire. Les statistiques sur les « dispenses pour raison d'âge » des jeunes devraient par conséquent renseigner sur le pourcentage parmi ces jeunes qui sont en échec scolaire ; de telles statistiques pourraient permettre de réorienter, au besoin, le RMG dans le cadre d'un « pacte contre l'échec scolaire ».

---

<sup>210</sup> Au 31.12.2013.

<sup>211</sup> Il s'agit de bénéficiaires dispensés du fait qu'un membre de leur ménage a déjà une activité d'insertion professionnelle ou un contrat de travail à plein-temps et qui, avec une activité supplémentaire, dépasseraient le plafond des taux RMG prévus.

<sup>212</sup> Voir: Réflexion de Caritas Luxembourg concernant le Revenu Minimum Garanti, Caritas (2012).

<sup>213</sup> Ce pourrait être par exemple une immunisation sur une période transitoire de l'autre revenu, ou la possibilité (voire l'obligation) de cours de langues pour tout membre d'un ménage RMG en dispense « pour dépassement de plafond » avec des lacunes importantes dans au moins l'une des trois langues du Luxembourg.

<sup>214</sup> Par exemple en maintenant sur une période transitoire certains avantages en nature (gratuité des transports, chèques-service), voire en instaurant une mesure de type « aide au réemploi » sur une période transitoire et sous conditions pour un ancien bénéficiaire de l'allocation complémentaire avec un temps partiel qui va vers un temps complet.

<sup>215</sup> Passage des activités d'insertion professionnelle au marché du travail.

## Liste des abréviations

**ABBL** : Association des Banques et Banquiers Luxembourg

**ADEM** : Agence pour le développement de l'emploi

**ALFI** : Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement

**BCE**: Banque centrale européenne

**BCN** : Banques centrales nationales

**BEPS** : Base Erosion and Profit Shifting

**BoJ**: Bank of Japan

**BRIC** : Brésil, Russie, Inde, Chine

**CIVET** : Colombie, Indonésie, Vietnam, Egypte, Turquie

**EFSI** : Fonds européen pour les investissements stratégiques

**FATCA** : Foreign Account Tax Compliance Act

**Fed** : Federal Reserve (Banque centrale américaine)

**FESF** : Fonds européen de stabilité financière

**FMI** : Fonds monétaire international

**GIPSI** : Grèce, Italie, Portugal, Espagne, Irlande

**IDE** : Investissements directs étrangers

**JGB** : Japanese government bonds

**MES** : Mécanisme européen de stabilité

**MINT** : Mexique, Indonésie, Nigéria, Turquie

**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)

**RMG** : Revenu minimum garanti

**SSM** : Salaire social minimum

**TLTRO** : Targeted Long Term Refinancing Operations