

La crise financière et son impact sur l'économie luxembourgeoise

La crise financière internationale, dont les origines américaines remontent au printemps 2007 et dont les causes sont encore antérieures à cette date, est une crise de liquidités et de confiance sans précédent, avec toutes ses conséquences sur le comportement des agents économiques: baisse de la demande de consommation et des investissements, réduction de la production, hausse de l'épargne, perte de confiance dans le système bancaire, difficultés au niveau de la distribution de crédits, etc.

Le terme de la crise actuelle n'est pas encore en vue et la confiance des agents économiques n'est pas encore revenue. De même, l'ampleur et la durée des effets directs et indirects de la crise financière sur la sphère réelle de l'économie ne peuvent pas encore être correctement cernées. Les lignes qui suivent visent à analyser sommairement ces effets sur le secteur financier, les ménages, les entreprises non financières et les finances publiques au niveau luxembourgeois.

Le secteur financier

Le Grand-Duché, pays ouvert par excellence, centre financier international de premier ordre, ne peut pas échapper aux conséquences de la crise financière d'envergure mondiale. Avec plus de 150 établissements financiers, filiales ou succursales de maisons-mères étrangères, et une multitude d'autres sociétés de la finance, la place du Luxembourg est logiquement affectée par les évolutions à l'étranger. L'Etat luxembourgeois a dû intervenir directement pour redresser la situation auprès de deux établissements bancaires de tradition, alors qu'à la base, ceux-ci étaient fondamentalement sains. Dans ce contexte, il faut féliciter le Gouvernement luxembourgeois pour la rapidité et la détermination des interventions afférentes, sans lesquelles des problèmes autrement plus graves pour la place financière et pour l'économie luxembourgeoise, en seraient résultés.



encore la crise: une plus grande priorité au "cash", un mouvement de déstockage, le ralentissement ou l'annulation des projets d'investissement ou encore la réduction de toute dépense non indispensable. Ces ajustements "spontanés" des entreprises se traduisent par une nouvelle contraction des commandes et de l'activité, qui varie en fonction de la nature des biens et services offerts et de l'importance des carnets de commande. L'impact de la crise sur les ménages est très différent selon le positionnement des personnes en cause. On notera peu de conséquences immédiates pour les pensionnés ou le personnel employé par le secteur public. Par contre, une réduction des primes et autres rémunérations variables est probable, voire même déjà en cours dans le secteur privé. Les indépendants et patrons d'entreprises subiront quant à eux de plein fouet la diminution des profits. Il est par ailleurs évident que la crise affectera particulièrement les personnes qui perdent leur emploi. Il convient également de ne pas négliger le caractère psychologique de la crise, qui nourrit les craintes face à l'avenir.

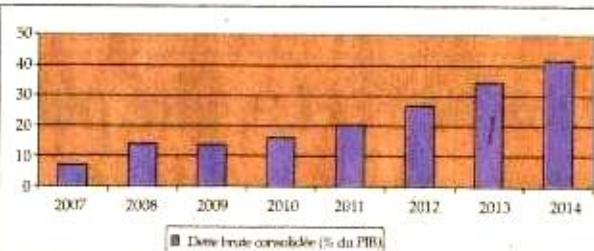
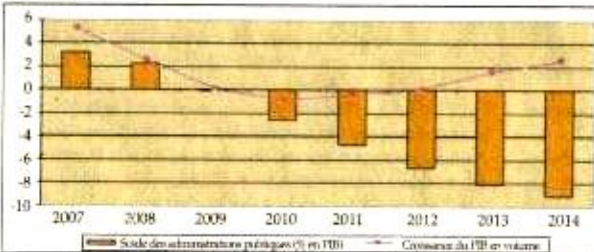
Cet état de fait est encore renforcé par l'incapacité à appréhender précisément les conséquences de la crise, d'où l'importance d'une stratégie de communication visant à mieux informer les particuliers, le tout dans une optique de transparence.

Les finances publiques

L'Etat est par nature un élément stabilisateur du fait du caractère peu flexible des lois en général et du budget en particulier. De ce fait, les dépenses de l'Etat dans leur aspect "demande" et dans leur aspect "redistribution" sont stables et prévisibles et constituent dès lors un stabilisateur automatique. Dans ce contexte, l'importance de la capacité des finances publiques d'exercer à travers une hausse volontariste des dépenses d'investissement une politique anti-cyclique est à souligner. Celle-ci ne saurait avoir l'impact espéré sur les entreprises luxembourgeoises – et par conséquent sur l'investissement privé et l'emploi – que si les effets multiplicateurs en découlant se limitent en grande partie sur les activités économiques résidentes. Dans le

cas des finances publiques a trouvé l'unanimité des Etats membres de l'Union européenne dans le présent contexte de crise et des mesures structurelles qui ont dû être mises en œuvre dans différents Etats (dont également le Luxembourg), il est important pour un pays comme le Luxembourg de ne pas tomber dans le piège d'une dégradation excessive de sa situation financière et d'une hausse trop importante de son endettement. Une simulation exploratoire peut illustrer ces propos. Elle vise à décrire les conséquences, pour les finances des administrations publiques luxembourgeoises, d'un décrochage de la croissance "à l'irlandaise" qui affecterait l'économie luxembourgeoise tout au long de la prochaine législature. En 2008, la croissance du PIB en volume serait égale au taux prévu dans le document budgétaire, soit 2,5%. Le décrochage de la croissance économique surviendrait en 2009, avec une croissance nulle. Les années 2010 et 2011 se caractériseraient par un approfondissement de la crise, le PIB en volume reculant à raison de 1 et 0,5%, respectivement. Le Luxembourg sortirait de la récession en 2012 (+0%) et enregistrerait à nouveau une croissance positive en 2013 (+1,5%) et 2014 (+2,5%).

Schéma "à l'irlandaise": impact sur les finances publiques d'un ralentissement économique sévère et prolongé au Luxembourg (en %)



Sources: State; 10^{ème} actualisation du Programme de Stabilité et de Croissance du Luxembourg et calculs Chambre de Commerce.

de de crise, par la progression du montant des indemnités de chômage et des charges d'intérêt, ces deux éléments n'étant pas pris en compte de façon directe dans la présente simulation exploratoire. Sous les hypothèses précitées, les soldes publics se détérioreraient nettement, avec à la clef un endettement de quelque 42% du PIB à la fin de la prochaine législature, soit en 2014. Il est pourtant supposé que la réserve compensatoire de pension n'est plus alimentée à partir de 2009. La dette publique augmenterait bien plus rapidement qu'illustré au graphique sous l'hypothèse alternative d'un maintien des transferts à cette réserve. Ces résultats soulignent la nécessité absolue d'une grande vigilance dans la gestion des dépenses courantes des administrations publiques: tout relâchement ne peut être que temporaire et ne doit profiter qu'aux dépenses en capital. Ils soulignent également la nécessité d'une réaction déterminée et rapide de la part des autorités en concertation avec les partenaires sociaux, afin d'adopter des mesures incisives visant à adapter les dépenses courantes à l'évolution des recettes, si celles-ci devaient se dégrader substantiellement sous l'effet d'une détérioration plus prononcée encore de la situation économique.

Le projet de budget de 2009 est un moyen approprié de transition pour permettre au pays de passer un premier cap difficile. Cependant, il est dès à présent évident que les budgets suivants, élaborés sous la responsabilité du Gouvernement issu des élections de juin 2009, devront comporter des mesures plus incisives, surtout du côté des dépenses courantes, et refléter des réformes structurelles ambitieuses, sans lesquelles le pays ne pourra pas revenir sur une trajectoire de croissance potentiellement plus élevée que dans les pays voisins, avec toutes les conséquences en découlant sur la compétitivité du pays, son modèle social et ses engagements à long terme.

Plutôt que de sombrer dans le pessimisme, il faut souligner qu'en comparaison avec la plupart des autres pays sur l'échiquier mondial, le Luxembourg présente des fondamentaux macroéconomiques sains, une capacité de financement intacte et des structures économiques solides avec des entreprises innovantes et bien gérées. La réunion de ces atouts dans un contexte de solidarité nationale devrait permettre au pays non seulement de sortir indemne de la crise actuelle, mais de renforcer de manière durable

rière et pour l'économie luxembourgeoise seraient posés. Les événements récents ont montré le bien-fondé des efforts de diversification de l'économie nationale, qu'il importe d'amplifier.

Le secteur financier est affecté par au moins trois phénomènes conjoints:

- Apparition d'un besoin de restructuration et de recherche d'économies dans le secteur financier, ce qui induit une réduction de la contribution à la valeur ajoutée et aux autres agrégats macro-économiques (emploi et chômage; diminution de la demande auprès d'autres entreprises, fléchissement des recettes de l'Etat);
- consolidation du secteur financier à travers la disparition d'établissements, la fusion de banques et la diminution de l'activité de certains établissements;
- réduction de la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissements, diminution des revenus de commission et de l'activité private banking.

Du point de vue des effets macroéconomiques, ces trois phénomènes peuvent se comparer à l'effet cumulé des conséquences d'une crise des marchés financiers (type 1997 ou 2000) et d'une crise structurelle de cette branche d'activité (à comparer à la crise structurelle de la sidérurgie dans les années 70 et 80), la rapidité des changements étant bien plus grande dans le cas d'une crise structurelle dans le domaine des services que dans le domaine de l'industrie.

Les ménages et les entreprises non financières

La crise financière induit une nette diminution de la valeur des actifs (actifs financiers, immobiliers, actifs productifs) et des revenus générés par ces actifs. Elle génère par conséquent un important effet de richesse, affectant l'ensemble des acteurs, et un effet de revenu non moins important pour les agents économiques les plus touchés par la crise du secteur financier (personnes privées, employés, entreprises). Ces effets se traduiront par une diminution de la demande des entreprises et des ménages et donc in fine par une réduction de l'activité économique. L'assèchement du crédit constitue un autre facteur dépressif, affectant négativement la demande agrégée. Sont touchés le crédit interbancaire, le crédit aux entreprises et enfin le crédit immobilier et à la consommation. Les réactions potentielles des entreprises, qui sont empreintes de prudence, renforcent

cas de l'économie luxembourgeoise, largement ouverte vers l'extérieur, le risque est en effet latent que des mesures anti-cycliques de relance de la demande interne (de consommation, d'investissement, ...) se soldent par des fuites vers des opérateurs économiques des pays voisins, avec des retombés quasi nulles pour la comptabilité nationale du Luxembourg.

L'effet de la crise sur l'Etat se répercutera avant tout sur les recettes, et ceci dès le 4^e trimestre 2008 à cause de la baisse des revenus d'un grand nombre d'acteurs économiques. D'autre part, certaines catégories de dépenses vont selon toute probabilité augmenter: C'est notamment le cas des dépenses relatives aux initiatives sociales en faveur de l'emploi. Dans le projet 2009, ces initiatives transitant par divers organismes syndicaux et autres sont dotées de 40,168 millions, un montant en progression de 27,5% par rapport au compte 2007. Il n'existe aucune transparence de la gestion de ces fonds, ni au plan financier, ni au plan des résultats, sans compter que nombre de ces initiatives constituent souvent une concurrence déloyale pour le secteur privé. Si la rigidité des dépenses de l'Etat constitue un stabilisateur automatique dans le court terme, elle accroît également la vulnérabilité des finances publiques à tout fléchissement durable de la croissance économique. C'est la raison pour laquelle il s'imposera de déceler au plus vite la nature profonde de la crise (ralentissement purement conjoncturel ou diminution prononcée et durable de la croissance économique potentielle) et d'agir en conséquence, le cas échéant par l'intermédiaire de mesures structurelles.

L'exemple de la dégradation importante de la situation économique en Irlande, en récession dès 2008¹⁾ (variation du PIB: -1,6%, prévision 2009: -0,9%) et les effets en découlant sur les finances publiques de cette économie ayant enregistré entre 1992 et 2007 une croissance moyenne de presque 7% montre bien avec quelle vigueur la situation financière d'un Etat peut se dégrader et souligne la vulnérabilité d'une économie qui présente à bien des égards des similitudes avec le Grand-Duché. D'un surplus moyen du solde des administrations publiques de 0,4% du PIB sur une longue période (1992-2007), l'Irlande prévoit un déficit de 5,5% du PIB en 2008, de 6,8% du PIB en 2009 et de 7,2% du PIB en 2010. Quant à la dette publique irlandaise, celle-ci pourrait augmenter de 24,8% du PIB fin 2007 à 46,2% du PIB fin 2010. Bien qu'un relâchement temporai-

Cette période de stagnation relativement longue déprimerait les recettes publiques, qui sont supposées être proportionnelles au PIB²⁾. Elle ne donnerait par contre nullement lieu à un recul des dépenses, qui continueraient à augmenter en conformité avec leur évolution moyenne³⁾. Cette hypothèse revient à supposer l'absence de mesures nouvelles visant à ajuster les dépenses à la nouvelle donne conjoncturelle. Elle reflète la traditionnelle rigidité à la baisse des dépenses des administrations publiques luxembourgeoises, qui caractérise clairement des postes tels que les prestations sociales ou encore la rémunération des agents de l'Etat. Il convient de noter que la rigidité à la baisse des dépenses globales serait encore accentuée, en pério-

Carlo Thelen,
Chef Economiste de la Chambre de Commerce

- 1) Alors que la croissance du PIB était encore de 6% en 2007. Source: Commission Européenne, prévisions d'automne 2008.
- 2) Les recettes ont en outre été recalibrées en 2009 et 2010, afin de faire en sorte que les soldes budgétaires correspondent à ceux que postule la 10^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, du moins à taux de croissance inchangés par rapport au Programme en question.
- 3) Evolution moyenne des dépenses réelles observée de 1975 à 2007, augmentée d'un taux d'inflation de 2% par an. Par symétrie, le déflateur du PIB est également supposé s'accroître de 2% par an de 2009 à 2014.

IMMOSOL

L'AGENCE où vous trouvez :

- LA PROPRIÉTÉ souhaitée à louer
- UNE ACQUISITION appropriée
- UN LOCATAIRE tant désiré
- UN PROPRIÉTAIRE tant désiré
- UN AGENT compétent
- UN CONSEILLER honnête
- UNE ÉVALUATION réelle et justifiée
- UNE ADRESSE à ne surtout pas manquer
- UNE SUCCURSALE bientôt, pour mieux vous desservir

TOUTES OPERATIONS IMMOBILIÈRES
Depuis 1979

Prop. Anne-Laure LAMY-AU-ROUSSEAU
14, Avenue de la Liberté L-1930 Luxembourg

Nous recherchons des
STUDIOS • APPARTEMENTS • MAISONS • TERRAINS • IMMEUBLES
Vous êtes propriétaire ?

téléphonez-nous au **22 55 33** ou écrivez-nous par email contact@immosol.lu