

Projections économiques à moyen terme 2019-2023

Auteurs: Unité Modélisation
et Prévisions (STATEC)

Introduction

Deux fois par an, le STATEC publie une mise à jour de ses prévisions de court terme dans les Notes de conjoncture (NDC, juin et décembre). Depuis l'année dernière, le STATEC élabore en début d'année une publication séparée avec les projections à moyen terme, ces dernières ayant figuré jusque-là également dans les NDC. Les projections de moyen terme vont alimenter les travaux du Comité économique et financier national (CEFN) en vue de l'établissement, notamment, du Programme de Stabilité (PSC) et du Programme national de réforme (PNR) dans le cadre du semestre européen qui vient de débiter.

Environnement international¹

La croissance du PIB en volume de la zone euro a culminé en 2017, à 2.4%, et se dirigerait à moyen terme vers son rythme tendanciel ou potentiel qui est situé à un peu plus de 1% par an. Alors que l'environnement à l'extérieur de la zone euro est devenu plus incertain au fil des derniers mois, le STATEC table sur une croissance dans la zone euro aux alentours de 1.5% pour 2019 et 2020.

¹ Le scénario international se base sur les projections d'Oxford Economics avec lesquels le STATEC a une relation contractuelle. Les prévisions pour le Luxembourg ont été dérivées avec le modèle macro-économétrique Modux. Les scénarii alternatifs, censés représenter les principaux risques, sont également basés sur des analyses et des simulations d'Oxford Economics, les résultats pour le Luxembourg étant dérivés avec Modux. L'ensemble des chiffres est présenté ici sous la responsabilité du STATEC et la date de finalisation des prévisions est fin janvier.

Alimentée par un chômage en baisse, des salaires réels qui accélèrent et une inflation qui tarde à se redresser, la demande intérieure, en particulier la consommation privée, devrait constituer le principal soutien conjoncturel, aidée en cela par les politiques monétaire et budgétaire. Après la baisse de 3% en 2018 des marchés boursiers, le STATEC a intégré une décote supplémentaire en 2019, avant un rebond en 2020 et une convergence graduelle à moyen terme à un rythme haussier de +4% l'an.

Suite à la dégradation des perspectives de croissance mondiale, le cours du pétrole était en retrait sur la fin de 2018, à un peu plus de 60 USD/baril. Sur le moyen terme, la trajectoire serait légèrement ascendante, de sorte que le prix reviendrait vers 70 USD en 2023. Ce renchérissement serait quelque peu atténué par une légère appréciation de l'EUR, passant de 1.18 (2018) à 1.25 USD pour 1 EUR (2023).

Prévisions pour le Luxembourg

Le STATEC maintient sa prévision de croissance de 3% pour 2018 et 2019 pour le PIB en volume telle que présentée dans la Note de Conjoncture no. 2-2018. Pour 2019, les facteurs exogènes (surtout la conjoncture internationale) ne justifient pas (encore) de révision à la baisse, au moment de la finalisation de cette projection, fin janvier.

Pour 2020, le STATEC table sur un rebond de la croissance, à 3.8%. Ce rebond peut être attribué pour moitié environ aux exportations de services financiers, qui profiteraient de la hausse projetée de l'Eurostoxx (passant de -4.5% en 2019 à +6.4%). Au-delà de 2020, la croissance réelle reviendrait progressivement vers son rythme potentiel, que le STATEC évalue actuellement à un peu moins de 3%.

La croissance de l'emploi a été à son paroxysme en 2018 et ralentirait progressivement au cours des prochaines années, pour atteindre 2% environ en 2023. Il s'agit évidemment toujours de bonnes performances en comparaison européenne. La croissance de l'emploi se maintiendrait au-dessus de 3% jusqu'en 2021 inclus, ce qui suffirait à faire baisser le chômage, ce dernier atteignant ainsi 4.6% en 2022, soit une nette révision à la baisse par rapport aux projections d'il y a un an. La plus forte création d'emplois se ferait dans les branches marchandes non financières, donc hors secteurs public et financier. Le nombre de postes y créés en net par an passerait de près de 12 000 en 2018 à un peu plus de 6 000 cinq ans plus tard, du fait du ralentissement qui marque la fin de cycle. Alors que l'emploi ralentirait, la productivité apparente du travail se redresserait doucement, d'environ +1% sur l'ensemble des années 2020-2023.

Significativement plombée l'an dernier par la baisse des prix des crèches via la réforme des chèques-services, l'inflation sous-jacente a repris de la vitesse depuis. Ainsi, le STATEC en prévoit un rebond à 1.9% pour 2019 dans son ensemble, après uniquement 1.1% en 2018. La baisse continue du chômage en zone euro, qui se traduit par une dynamisation des salaires, devrait contribuer à ce regain d'inflation. A l'inverse, compte tenu de la trajectoire retenue pour le cours du Brent, la contribution des prix des produits pétroliers à l'inflation totale, d'un tiers encore en 2018, serait légèrement négative cette année et quasi nulle pour 2020.

Selon ces prévisions, la prochaine tranche indiciaire devrait arriver au 4e trimestre 2019. Alors que celle-ci tendrait à soutenir les prix des services, l'introduction de la gratuité des transports publics, au 1er mars 2020, devrait tirer l'inflation vers le bas. Seules deux tranches d'indexation supplémentaires sont prévues sur la période 2020-2023, ce qui illustre la relative faiblesse de l'inflation. Cette dernière serait effectivement bloquée à un peu moins de 2% sur toute la période de projection.

Sur les années ayant suivi la fin de la grande récession, les salaires réels stagnaient. Depuis la

reprise entamée en 2013/2014, ils s'inscrivent à nouveau à la hausse, mais à des rythmes moins élevés que par le passé. Le chômage encore élevé, au Luxembourg comme dans la Grande Région (sauf en Allemagne), freine les salaires, tout comme les migrations très élevées ayant émané des pays touchés le plus durement par la crise. Sur l'horizon de projection, la hausse des salaires réels resterait plus ou moins au même niveau que dans la zone euro dans son ensemble.

Tableau 1: Projections à moyen terme 2019-2023

	Estimé / observé					Prévisions	
	1995-2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Evolution en %						
PIB [en vol.]	3.4	3.0	3.0	3.8	3.5	3.0	2.5
Emploi total intérieur	3.2	3.7	3.4	2.9	3.0	2.6	2.0
Taux de chômage [% de la pop. active, déf. ADEM]	4.4	5.5	5.0	4.8	4.6	4.6	4.8
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.9	1.5	1.6	1.7	1.6	1.8	1.7

Source: STATEC

Évaluation des principaux risques

Dans ces projections à moyen terme, le STATEC innove, en proposant deux scénarii alternatifs, alimentés par les principaux risques haussiers et baissiers concernant la situation macro-économique internationale. Les simulations se basent sur les publications d'Oxford Economics avec lesquels le STATEC travaille pour établir le scénario international¹.

Le premier scénario alternatif dessine une dégradation de la situation internationale sur fond d'une guerre commerciale mondiale généralisée. Les tensions déjà existantes s'intensifieraient de manière spectaculaire du fait de nouvelles mesures tarifaires de la part des États-Unis. Ce scénario défavorable peut être apparenté à l'échec des pourparlers en cours entre les USA et la Chine. A noter qu'il comprend un Brexit sans accord et qu'il est affecté d'une probabilité de réalisation faible, de 2%.

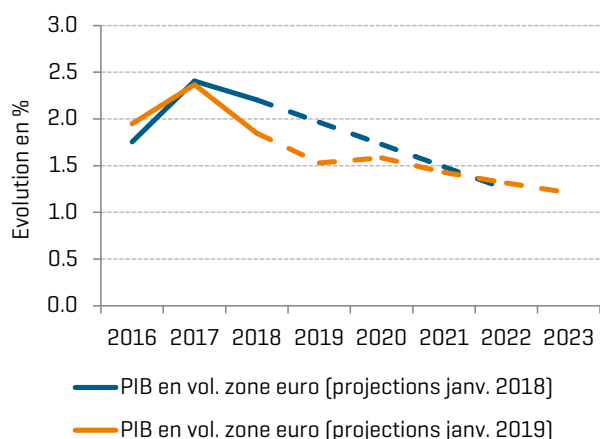
Le deuxième scénario alternatif [qui comprend un Brexit avec accord] revêt un caractère optimiste reposant sur l'hypothèse de mesures politiques qui soutiennent la reprise. La croissance mondiale s'accroîtrait à nouveau alors que les incertitudes liées aux politiques commerciales commenceraient à s'estomper et que la confiance rebondirait, sur fond d'assouplissement de la politique chinoise et du retardement du resserrement monétaire dans les économies avancées [probabilité de réalisation: 15%].

La fourchette sur la croissance du PIB en volume résultant des deux scénarii "haut" et "bas" ainsi définis est de 1 point de % en 2019 (variante haute – variante basse) et de 1.5 point de % en 2020. La fourchette sur le solde public, exprimé en % du PIB, est de 0.7 point en 2019 et de 1.2 point en 2020.

¹ Le STATEC avait déjà par le passé proposé de telles analyses de risque, mais elles étaient basées sur des hypothèses techniques d'une croissance plus ou moins élevée dans la zone euro, par exemple d'un demi-pourcent. L'avantage de travailler avec les scénarii proposés par Oxford Economics [OE] réside dans le fait qu'ils sont élaborés à l'aide de leur modèle multi-pays, ce qui confère un degré de cohérence élevé aux différentes variables internationales impactées, forcément liées entre elles. Outre cela, l'analyse des risques se base sur une enquête d'opinion auprès des clients d'OE, répartis à travers le monde entier, qui sont à leur tour interrogés sur les facteurs pouvant faire dévier la trajectoire de l'économie mondiale de ce qui peut être défini comme l'évolution la plus probable au cours des prochaines années.

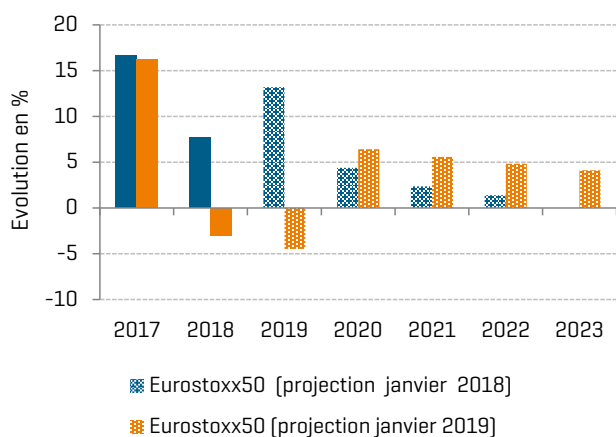
4

Graphique 1:
**Révision à la baisse de la croissance prévue
dans la zone euro en 2019**



Source: Oxford Economics

Graphique 2:
**L'incertitude grandissante a mis un terme à la
hausse des valeurs boursières**



Source: Oxford Economics

La croissance dans la zone euro a probablement culminé en 2017, à 2,4%, et se dirigerait dorénavant vers son rythme tendanciel ou potentiel qui est situé aux alentours de 1¹/₄ %. Telles les hypothèses qui sous-tendent le scénario de projection central du STATEC. Des hypothèses alternatives sont développées autour des principaux risques [cf. pp. 21-30].

Pour 2019 et 2020, Oxford Economics, qui fournit le scénario international sur lequel se base le STATEC, part d'une croissance aux alentours de 1,5%. Alors que l'environnement à l'extérieur de la zone euro est devenu plus incertain au fil de l'année 2018 et également au début de 2019, la demande intérieure, en particulier la consommation privée, a bien résisté. Alimentée par un chômage en baisse, des salaires qui accélèrent et une inflation qui tarde à se redresser, ce scénario tiendrait la cote pour les prochains 24 mois.

Il est conforté par une politique monétaire qui resterait au service de la conjoncture, avec des taux directeurs qui ne vont sans doute pas augmenter en 2019, et une politique budgétaire légèrement expansive et dont on peut espérer un soutien approprié quoique mesuré au cours des prochains trimestres.

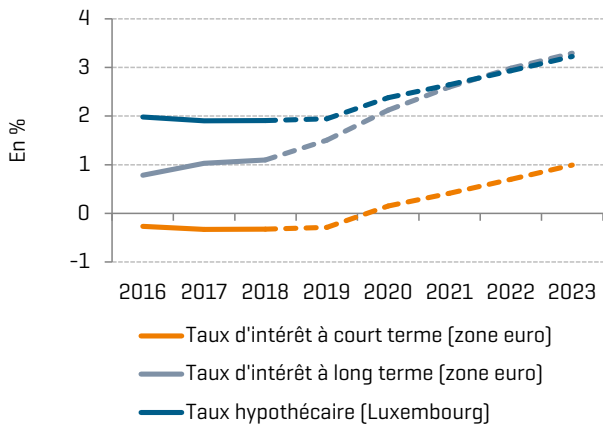
Depuis la fin de la crise des dettes publiques dans la zone euro, l'indice de référence Eurostoxx50 a connu cinq années de hausse, interrompues seulement par une phase baissière en 2016. Sur ce laps de temps, il a gagné 45% ou près de 9% par an. Cette phase haussière a été stoppée en 2018 par les craintes d'un ralentissement conjoncturel marqué. Les principaux facteurs de risque sont le différend commercial entre les Etats-Unis et la Chine et la menace d'une sortie sans accord du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Les craintes du ralentissement conjoncturel se sont matérialisées, le cycle venant à sa fin après une période d'expansion exceptionnellement longue aux USA. Le cycle est moins avancé en Europe, mais les effets de débordement ont eu raison également du dynamisme de ce côté de l'Atlantique. Sont venus s'y ajouter des facteurs exceptionnels et temporaires comme le mouvement des gilets jaunes en France ou les difficultés de l'industrie automobile en Allemagne.

Ainsi, l'Eurostoxx aura baissé de 3% en moyenne annuelle en 2018 et le STATEC prévoit une baisse supplémentaire de 4,5% en 2019. Cette dernière est en partie due aux fortes baisses en fin d'année 2018, par un mécanisme de report habituel. Depuis le premier janvier 2019, les indices de référence européen et américain ont rebondi de 10% environ. Ce mouvement a en partie été anticipé et ne remet pas en question la baisse en moyenne annuelle prévue par Oxford Economics et reprise par le STATEC.

5

Graphique 3:
Taux d'intérêt en hausse à partir de 2020?



Source: Oxford Economics, STATEC

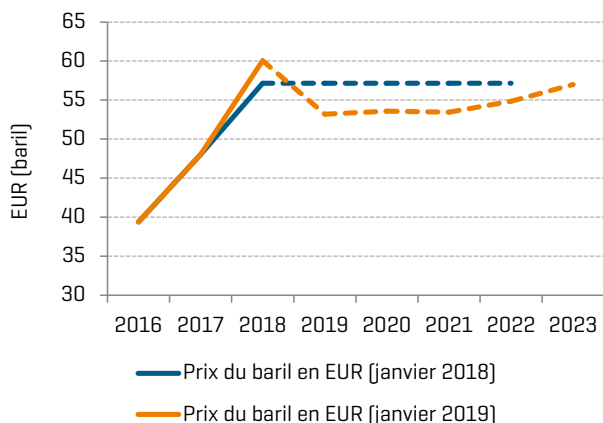
Les récentes turbulences conjoncturelles, même si elles restent sans gravité, ont amené à plus de prudence de la part des grandes banques centrales, des deux côtés de l'Atlantique. Dans l'ensemble, l'hypothèse principale reste une normalisation mesurée de la politique monétaire dans les grands pays en développement, dans la zone euro en particulier.

Dans le scénario de base, la première hausse des taux directeurs de la BCE n'interviendrait ainsi qu'au début de 2020, ce qui constitue un changement par rapport aux hypothèses admises il y a un an, voire encore en octobre (premières hausses fin 2019).

La hausse graduelle des taux suppose une reprise lente et progressive de l'inflation et des salaires, hypothèse qui fait partie du scénario de base, mais le risque existe que la BCE continuera d'adopter une attitude plus prudente encore tout au long de 2020. De l'autre côté, elle désire sans doute recharger son arme monétaire, un ralentissement conjoncturel plus long et plus profond à un moment donné la verrait contrainte de recourir à des mesures non conventionnelles, l'arme des taux directeurs étant peu opérationnelle sans prochaine hausse.

A l'horizon 2023, par rapport à 2018, les taux sur les crédits aux entreprises non financières et les taux hypothécaires auraient ainsi augmenté de 1.3 point de %. La hausse des taux est à la fois une conséquence de la maturation du cycle, surtout au niveau européen, et une cause du ralentissement, car elle entraîne une baisse de l'investissement, dans le scénario du STATEC, au niveau agrégé, à partir de 2021.

Graphique 4:
Prix pétroliers



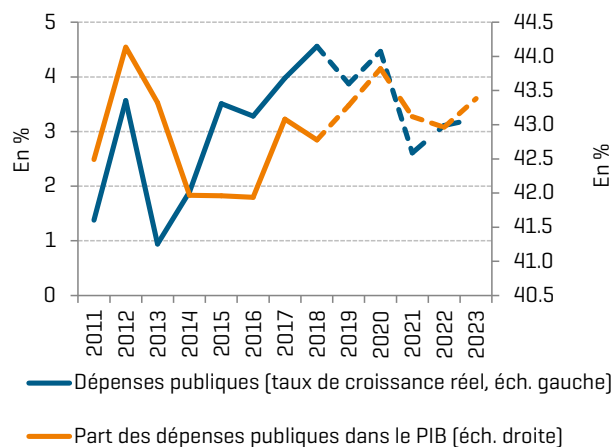
Source: Oxford Economics

En 2019, le prix du Brent devrait rester proche des niveaux actuels, à un peu plus de 60 USD. Suite à une révision vers le bas des perspectives de croissance mondiale et de moindres pertes qu'anticipé du côté de l'offre, le cours du pétrole était en retrait sur la fin de 2018 (71 USD/baril sur l'ensemble de l'année). Un niveau des stocks relativement faible soutiendrait les prix l'année prochaine. Selon ces prévisions, la trajectoire resterait légèrement ascendante sur les années subséquentes, de sorte que le prix reviendrait vers 70 USD en 2023.

Ce renchérissement est quelque peu atténué par une légère appréciation de l'EUR, passant de 1.18 [2018] à 1.25 USD pour 1 EUR [2023]. Cette appréciation serait liée au cycle haussier probable des taux d'intérêts dans la zone euro, qui favoriserait, ceteris paribus, l'EUR par rapport au USD, alors que le cycle haussier des taux aux USA toucherait à sa fin.

6

Graphique 5:
Dépenses publiques: après l'accélération, le freinage



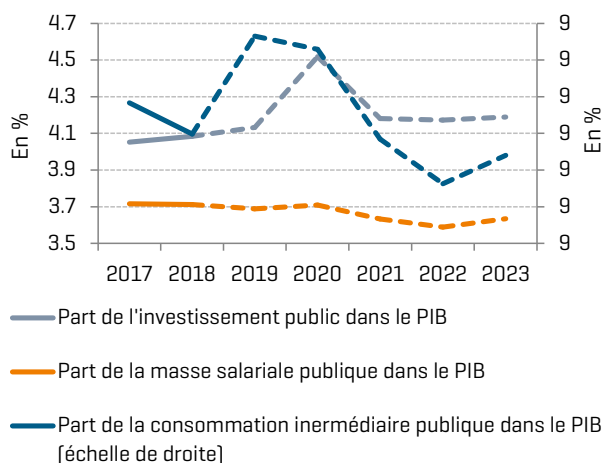
Source: STATEC

Les dépenses publiques ont accéléré depuis 2013/2014 alors que les années 2009 et 2010 avaient été marquées par un léger déficit public et 2011/2012 par un solde faiblement positif. Au départ d'un niveau initial donc plutôt défavorable, la période ayant débuté en 2013/2014 a été caractérisée à la fois par des dépenses publiques en accélération [c.-à-d. des taux de croissance de plus en plus élevés] et une amélioration du solde. Cela n'a été possible que grâce à des recettes de plus en plus dynamiques [cf. pp. 18-19].

Sur l'horizon de prévision, le STATEC s'attend désormais à un ralentissement des dépenses publiques, avec une hausse réelle qui passerait de 4.6% en 2018 à 2.5-3% en fin de période. Les principaux facteurs sous-tendant ce ralentissement sont décrits au paragraphe suivant. Relevons seulement que cette projection s'entend à politique inchangée, c.-à-d. qu'elle n'intègre que certaines des nombreuses mesures figurant dans l'accord de coalition. Le Budget 2019, qui sera voté en avril, ainsi que le programme d'investissement pluriannuel dans les infrastructures faisant partie du Budget pluriannuel, seront intégrés ultérieurement dans les projections du STATEC.

7

Graphique 6:
Dépenses publiques en ralentissement à partir de 2020



Source: STATEC

Les catégories sous-tendant le ralentissement des dépenses publiques sont la consommation intermédiaire, l'investissement et la masse salariale. En effet, exprimées en % du PIB, elles atteindraient leur plus haut niveau en 2019/2020, pour ralentir ensuite, plus ou moins fortement. Ensemble, ces dépenses comptent pour environ 40% des dépenses totales. Entre 2020 et 2023, elles perdent environ 0.6 point de PIB, alors que les parts des autres composantes, surtout les prestations sociales, restent plus ou moins stables.

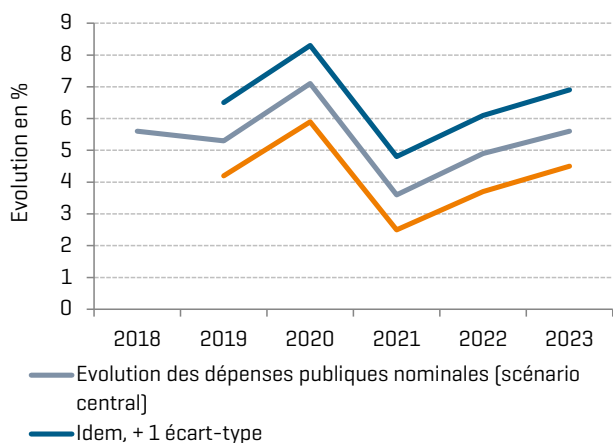
Toutefois, le fait que ces dépenses ne progressent pas plus rapidement est certainement dû en partie à l'absence de mesures. Ceci pour rappeler et préciser que la prévision du STATEC est effectuée "à politique inchangée". En pratique, cela revient à prendre en compte les mesures clairement annoncées, quantifiables et ayant une probabilité très élevée d'être implémentées (ou transformées en lois/règlements).

Dans cette projection ont ainsi été intégrées la modification apportée à la rémunération des fonctionnaires-stagiaires (coûtant environ 50 mio EUR), la gratuité des transports publics ainsi que la hausse du salaire social minimum. Par ailleurs, le STATEC s'est basé pour certaines des variables de dépenses sur la dernière Note au Formateur (investissement, transferts en capital, transferts courants) tandis que d'autres sont déterminées de façon endogène (masse salariale, consommation intermédiaire). Les prestations sociales, qui constituent 50% des dépenses publiques, ont été déterminées sur base des budgets des organismes de sécurité sociale respectifs.

Il est donc tout à fait possible que la mise en œuvre des mesures figurant dans l'accord de coalition ou le programme massif d'investissement dans les infrastructures de transport annule le constat dressé plus haut, d'un ralentissement des dépenses publiques à partir de 2020.

8

Graphique 7:
Dépenses publiques: simulations alternatives



Source: STATEC

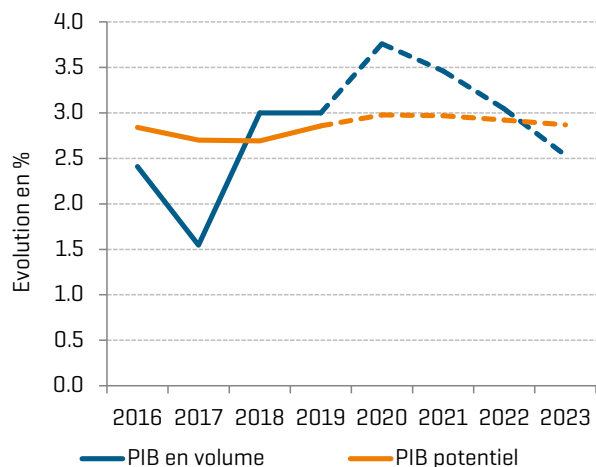
Les dépenses publiques revêtent un certain caractère endogène dans la projection du STATEC, car elles dépendent par exemple de l'échelle mobile des salaires, de l'emploi, de la population, etc. D'autre part, elles dépendent aussi des décisions politiques futures, inconnues par définition. Rappelons à cet égard que la projection du STATEC a été établie sous l'hypothèse de "politique inchangée" ce qui veut dire que n'ont été incluses que les mesures et lois connues avec suffisamment de détail, quantifiables et ayant une probabilité élevée d'être mises en œuvre.

L'incertitude concernant l'évolution future des dépenses publiques peut être illustrée par des simulations alternatives. Ces dernières sont censées représenter les politiques budgétaires alternatives. Pour illustrer donc l'évolution possible des dépenses publiques mais aussi du solde (cf. p. 19), des trajectoires alternatives des dépenses ont été établies sur base de la variabilité dans le passé des dépenses. En l'occurrence, leur taux de croissance a été augmenté respectivement diminué d'un écart-type, soit 1.2 point de %.

Il en résulte, à l'horizon 2023, un écart entre le niveau haut et bas ainsi obtenu des dépenses de 3.6 mia EUR. Précisons que les deux cas extrêmes - une croissance des dépenses durablement plus élevée ou plus faible - restent tout à fait plausibles au vu des données historiques. Ainsi, dans le cas d'une hausse durablement plus forte, la part des dépenses publiques dans le PIB serait de 45.6% en 2023. Cela constitue certes le niveau le plus élevé atteint depuis 1995, mais reste très proche des sommets précédents. Dans le cas des dépenses évoluant durablement moins vite, leur part dans le PIB descendrait à 41.2%, soit environ 0.5 ppt en-dessous de la moyenne de long terme.

9

Graphique 8:
PIB en volume et PIB potentiel



Source: STATEC

Le STATEC maintient sa prévision de croissance de 3% pour 2018 et 2019 telle que présentée dans la Note de Conjoncture no. 2-2018, début décembre. Pour 2018, les dernières données trimestrielles, non disponibles au moment de l'élaboration de ces prévisions, confirment cette orientation positive. Pour 2019, les facteurs exogènes (surtout la conjoncture internationale) ne justifient pas (encore) de révision à la baisse, au moment de la finalisation de cette projection, c.-à-d. fin janvier 2019. En effet, le STATEC avait déjà intégré dans sa prévision d'automne 2018 une baisse de l'Eurostoxx de 4.5% en 2019, chiffre qui reste l'hypothèse la plus probable en ce début d'année. La légère révision à la baisse de la croissance réelle dans la zone euro en 2019 (de 1.7% à 1.5%) ne justifie à elle seule, à ce stade, une révision à la baisse de la croissance prévue au Luxembourg.

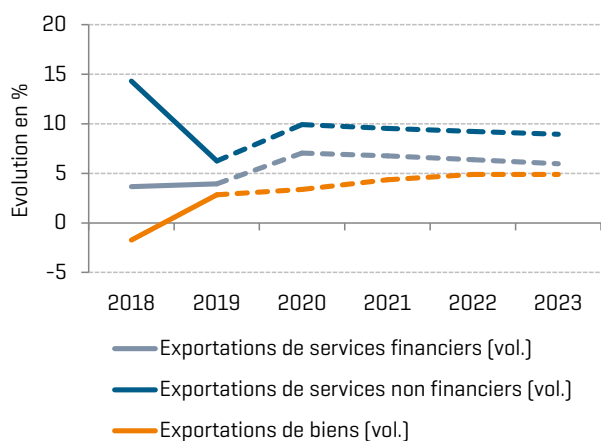
Pour 2020, le STATEC table sur un rebond de la croissance, à 3.8%. De plus amples explications figurent à la page 10.

Au-delà de 2020, la croissance réelle reviendrait progressivement vers son rythme potentiel, que le STATEC évalue actuellement à un peu moins de 3%. Elle ralentirait elle-même vers la fin de l'horizon de projection. Rappelons que la mesure préférée du STATEC pour la croissance potentielle est une moyenne arithmétique simple de quatre méthodes (cf. NDC pp. 115-116).

L'écart de production, qui constitue le rapport entre le niveau du PIB observé/prévu et le PIB potentiel (non représenté sur le graphique adjacent) serait encore négatif en 2019 (à -1%) et ne se refermerait que lentement et progressivement. Lors des projections de moyen terme précédentes, le STATEC était encore parti d'un écart de production positif à partir de 2019, mais la forte révision à la baisse du PIB observé pour 2016 et surtout 2017 l'a fait glisser à nouveau en territoire négatif.

10

**Graphique 9:
Exportations et demande extérieure**



Source: STATEC

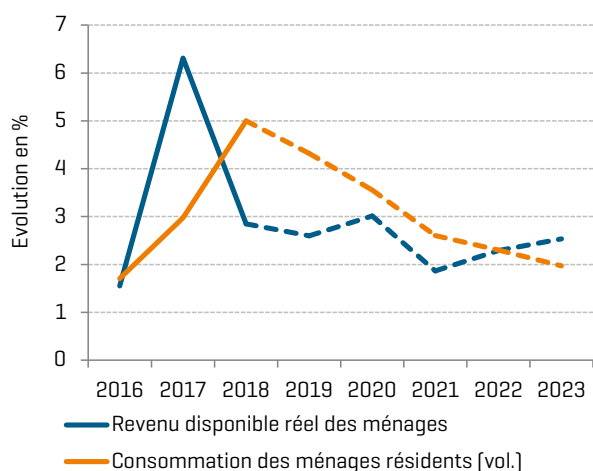
Dans une petite économie ouverte comme le Luxembourg, la contribution principale à la croissance économique ne peut provenir que de l'extérieur. Dans ce sens, il faut examiner plus en détail les exportations du Luxembourg et leur agencement avec la demande étrangère, donc les importations des pays partenaires commerciaux.

De ce fait, le rebond de la croissance du PIB en 2020 (de 3.0% à 3.8%) peut être attribué pour moitié environ aux exportations de services financiers, qui profiteraient de la hausse projetée de l'Eurostoxx (passant de -4.5% en 2019 à +6.4%).

Les exportations de biens et de services non financiers contribueraient également au rebond, en s'agencant mieux avec la demande étrangère. En effet, alors que les biens auraient baissé en 2018, les services non financiers auraient bondi de près de 15% sur cette année. Tous les deux montreraient des évolutions plus en ligne avec les importations des pays partenaires commerciaux en 2019 et 2020, profitant de la bonne tenue de leur demande intérieure et seraient finalement pas impactés par la dégradation de l'environnement économique hors zone euro.

Un autre facteur qui joue à la hausse en 2020 est le fait que pour 2018 et 2019, la prévision [issue du modèle] est contrainte sur les données observées et les tendances probables à court terme, aboutissant à une évolution du PIB en volume aux alentours de 3%. Or, si l'on simulait le modèle librement à partir de 2018 ou 2019, il produirait plus de croissance de l'activité (du PIB en volume). En le laissant évoluer librement à partir de 2020, cet effet se produit plus tardivement. Il est en ligne avec les commentaires effectués par le STATEC dans ses publications antérieures, en particulier sur le fait que nombre d'indicateurs statistiques affichent des tendances qui font croire que dans les données relatives à 2016 et surtout 2017, pour des raisons statistiques ou structurelles, la croissance du PIB en volume semble sous-estimée.

Graphique 10:
**La consommation des ménages comme soutien
conjoncturel**



Source: STATEC

Si les impulsions de croissance majeures proviennent de la demande extérieure, une bonne tenue de la demande intérieure a toute son importance pour l'économie luxembourgeoise. Ainsi, la hausse observée resp. prévue de la consommation réelle des ménages de 4-5% en 2018 et 2019 constitue un support indéniable, dont peuvent profiter les entreprises du commerce de détail, de la construction et des services aux ménages. Il faut remonter aux années pré-crise pour trouver des taux d'expansion de la consommation aussi élevés. Une partie de la hausse s'explique par la réforme fiscale de 2017, qui a fait bondir le revenu disponible réel de plus de 6%. Ce surplus de revenu n'a pas été consommé sur l'année même, mais probablement étalé sur 2018, voire au-delà, ce qui explique que sur l'horizon de projection, la consommation progresse plus rapidement que le revenu [cf. graphique].

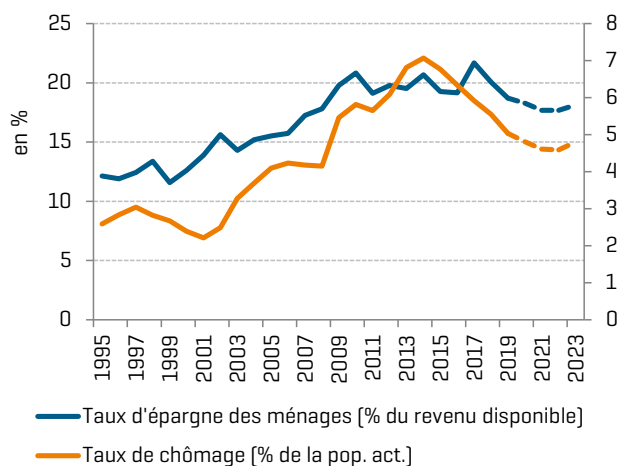
Le corollaire de ce constat est une baisse du taux d'épargne. Généralement, les ménages réduisent leur stock d'avoirs financiers (pour consommer d'avantage) lorsque la situation économique est favorable.

Au Luxembourg, sur les dernières années, nombre de paramètres pointent dans cette direction comme la hausse de l'emploi, surtout auprès des résidents, ou l'indicateur de confiance des consommateurs qui affiche un plus haut historique.

A moyen terme, la consommation privée ralentirait, pour retrouver, en 2023, un taux d'expansion à nouveau inférieur à celui du revenu disponible, d'environ 2%.

12

Graphique 11:
**Le taux de chômage est un des principaux
déterminants du taux d'épargne**



Source: STATEC

Dans le modèle du STATEC utilisé pour établir les projections à moyen terme, la consommation privée dépend du revenu disponible réel, du taux de chômage et de l'effet de levier [crédits immobiliers sur collatéral c.-à-d. valeur monétaire du stock de bâtiments résidentiels].

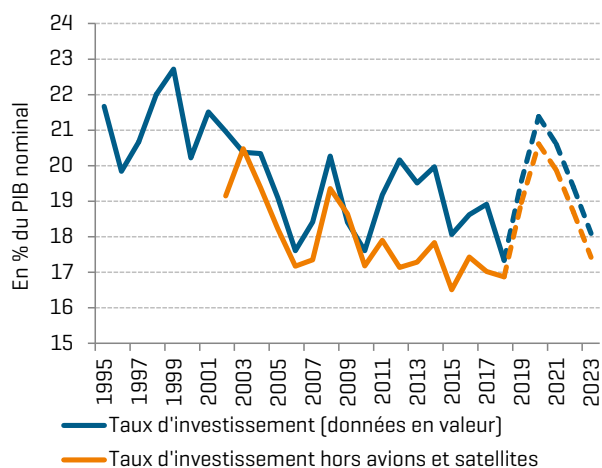
Sur l'horizon de projection, le taux de chômage tire le taux d'épargne vers le bas (ou la consommation vers le haut) grâce à une semi-élasticité estimée d'environ -0.01 : un point de taux de chômage en moins entraîne, ceteris paribus, un point de consommation privée en plus. Ainsi, on peut estimer que sur la période 2014-2021, c.-à-d. où le taux de chômage baisserait au total de 2.5 points, la consommation privée se trouverait augmentée d'autant.

Pour l'impact du taux d'endettement des ménages, le lien empirique est plus délicat car il n'y a pas de statistiques observées sur la valeur effective des bâtiments résidentiels en termes de collatéraux pour couvrir les crédits. La mesure du STATEC repose sur le stock de capital estimé, qui est déduit de l'investissement résidentiel et d'un certain nombre d'hypothèses complémentaires.

Toujours est-il que sur base des projections du STATEC, les crédits immobiliers augmenteraient plus vite que le collatéral, ce qui aurait tendance à freiner la consommation privée. Mais l'élasticité estimée, entre -0.1 à court terme et -0.2 à moyen/long terme, reste faible, de sorte que la hausse de l'endettement des ménages ne devrait pas freiner leur consommation de manière excessive à court/moyen terme.

13

Graphique 12:
Le taux d'investissement devrait rebondir, mais temporairement

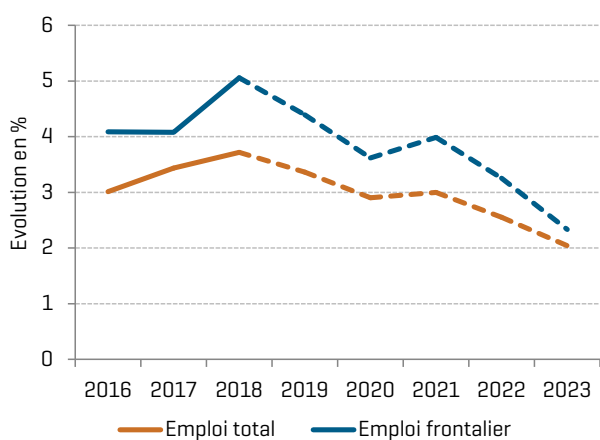


Source: STATEC

La baisse sur longue période du taux d'investissement du Luxembourg avait été analysée dans la NDC 2-18. Les principales branches à l'origine de la baisse du taux d'investissement depuis 1995 sont l'industrie manufacturière, les services financiers, les transports et l'entreposage et l'information/communication [NDC 2-2018, pp. 60-70]. Pour bien comprendre les fluctuations de l'investissement au Luxembourg, il convient de neutraliser les acquisitions de satellites et d'avions. Ces dernières avaient par exemple temporairement stabilisé la baisse du taux d'investissement sur les années 2011-2014 voire 2017 (cf. graphique). Après environ 1 mia EUR investis dans les satellites et avions sur cette année, la dépense afférente passerait à 275 mio EUR en 2018 et environ 350 mio EUR en 2019. Au-delà, il s'agit d'une hypothèse technique (montant historique moyen).

Le rebond de 2019-2021 serait dû à une reprise normale de l'investissement en machines et équipements, ceci après deux années moins dynamiques (2017 et 2018). Il est sous-tendu par des crédits en expansion depuis 2015, à des taux de croissance à deux décimales, eux-mêmes dynamisés par des primes de risque en baisse depuis 2012 [mais toujours élevées en comparaison historique]. Il arrive sur fond de très bons résultats conjoncturels, pas forcément visibles au niveau agrégé (PIB), mais émergeant de nombreux indicateurs de branches. Notons encore que l'investissement public joue à la hausse en 2020, avec +13%. En fin de période, le taux d'investissement descendrait à nouveau en-dessous de 20%, freiné entre autres par la hausse des taux (cf. resserrement monétaire de la BCE) et la fin du cycle conjoncturel.

Graphique 13:
L'emploi comme meilleur témoin du cycle conjoncturel (que le PIB)

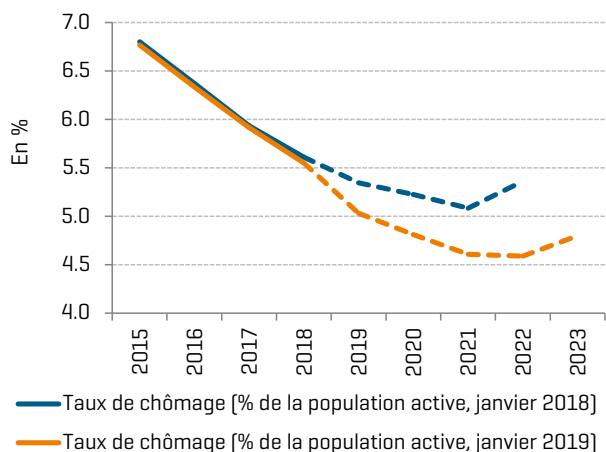


Source: STATEC

L'emploi a deux grands avantages sur le PIB, en terme d'indicateur conjoncturel: il est très rapidement disponible et il n'est pas révisé. Les données sur l'emploi que le STATEC utilise pour effectuer de l'analyse conjoncturelle, mais également pour construire les comptes de la nation, proviennent de l'IGSS. Elle-même les obtient du Centre commun de la Sécurité Sociale, ce qui veut dire que l'emploi, mesuré par le STATEC, résulte directement des déclarations d'entrée et de sortie des entreprises (et de l'Etat). Or une entreprise qui embauche est généralement une entreprise qui va bien, et les fluctuations de l'emploi ont donc un lien direct avec la situation conjoncturelle. Mieux encore, les patrons sont en principe réticents à licencier en cas de faiblesse passagère de la demande, de sorte que l'emploi fluctue moins, et est donc aussi plus prévisible. Il a une caractéristique un peu plus fâcheuse, qui consiste à afficher un certain retard sur le cycle réel de l'activité, pour précisément la même raison (les patrons lissent l'emploi sur le cycle). Mais on peut y remédier en se focalisant sur un certain nombre d'indicateurs précurseurs ou avancés du marché du travail. Le STATEC y reviendra dans sa prochaine Note de Conjoncture.

14

Graphique 14:
**L'emploi comme meilleur témoin du cycle
conjoncturel (que le PIB) - suite et fin**



Source: STATEC

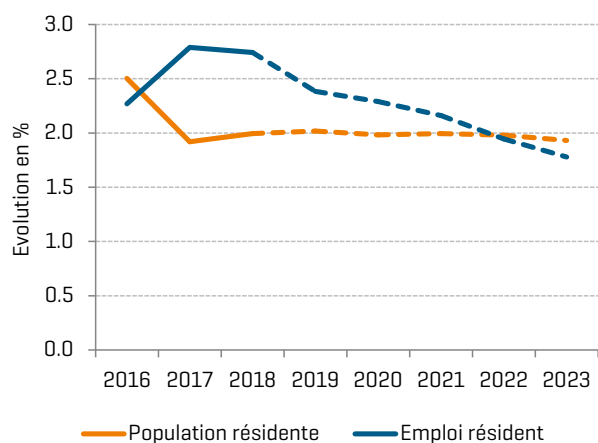
Le STATEC suppose que la croissance de l'emploi a été à son paroxysme en 2018, et ralentira progressivement au cours des prochaines années, pour atteindre 2% environ en fin de cycle. Il s'agit évidemment toujours de bonnes performances en comparaison européenne. Précisons aussi que "fin de cycle" ne veut pas dire "récession". La projection du STATEC repose sur une stabilisation de la croissance de la demande étrangère aux alentours de sa moyenne de long terme. Le risque d'un arrêt plus brutal de la conjoncture est traité sous forme de scénario (cf. pp. 21-30).

La croissance de l'emploi se maintiendrait au-dessus de 3% jusqu'en 2021 inclus, ce qui historiquement, a généralement suffi à faire baisser le chômage, ou du moins à le stabiliser. Plusieurs éléments font penser aujourd'hui que ce seuil est plus bas:

- les observations des dernières années, qui voient le chômage baisser ponctuellement à des taux inférieurs à 3%;
- une baisse durable et importante du chômage dans la Grande Région (surtout en Allemagne);
- des salaires nets qui ont cessé de progresser plus rapidement au Luxembourg que dans les pays voisins.

Tous ces éléments rendent le marché de l'emploi luxembourgeois à la marge moins intéressant pour les frontaliers et favorise donc la croissance de l'emploi domestique, ce qui agit favorablement sur le chômage. Le STATEC voit donc ce dernier baisser [ou du moins ne pas augmenter] jusqu'en 2022.

Graphique 15:
**La croissance de la population devrait se
stabiliser à 2% par an environ**



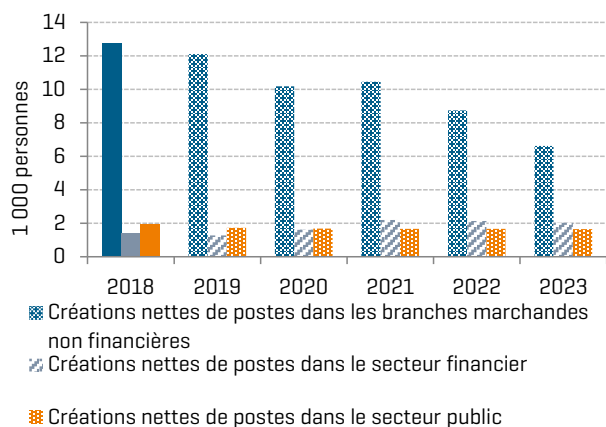
Source: STATEC

Les projections de croissance de la population ont été fortement révisées à la baisse par rapport à il y a un an. En cause, essentiellement, une évolution beaucoup moins dynamique que prévue en 2017 (+1.9% au lieu de +2.5%) qui est due aux révisions des données sur les migrations [entrées/sorties].

La hausse prévue de 2% environ sur toute la période de projection est en tous cas mieux en ligne avec les chiffres historiques, antérieurs à la crise. Ce qui compte pour les frontaliers vaut aussi pour les migrations: grâce à l'amélioration de l'environnement économique dans les autres pays de la zone euro, le Luxembourg est devenu ceteris paribus moins intéressant, pour les migrations liées au travail, tout en restant évidemment très attractif, dans l'absolu. Il est significatif à cet égard que la croissance de la population n'a jamais été aussi élevée au Luxembourg que sur les années 2011-2016, marquées par la crise des dettes souveraines en Europe et ses séquelles, notamment sur le chômage, affectant quelques-uns des pays qui fournissent parmi les plus grands contingents de travailleurs étrangers au Luxembourg (Portugal, Italie, Espagne).

16

Graphique 16:
**Le secteur privé non financier reste plus grand
pourvoyeur de postes**



Source: STATEC

Le ralentissement conjoncturel prévu sur l'horizon de projection se reflète plus fidèlement au niveau de l'emploi qu'à celui du PIB ou de la VAB par branches. De ce point de vue, un regard plus approfondi sur les trois secteurs modélisés dans Modux se justifie.

Le nombre le plus élevé d'emplois serait créé dans le secteur marchand non financier. Ces emplois se trouvent dans des branches aussi hétérogènes que l'industrie, la construction, le commerce, l'Horeca, les transports et communications et les autres services aux entreprises et aux personnes.

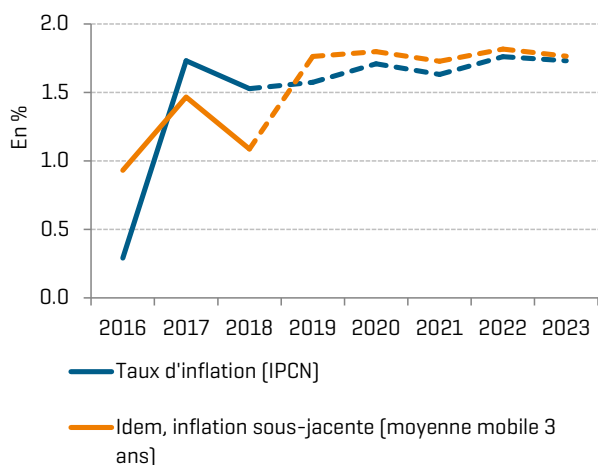
Le nombre de postes créés en net par an passerait de près de 12 000 en 2018 à un peu plus de 6 000 cinq ans plus tard, du fait du ralentissement conjoncturel qui marque la fin de cycle telle que dessinée par les hypothèses et le modèle. Il s'agirait en 2023 encore d'une hausse de 1.5% qui se comparerait de manière favorable avec la moyenne de long terme (+3% par an) ou l'évolution dans la plupart des pays de la zone euro.

Alors que l'emploi ralentirait, la productivité apparente du travail se rétablirait tout doucement, d'environ +1% sur l'ensemble des années 2020-2023. Cette amélioration ne suffirait toutefois pas pour compenser la forte baisse observée sur les années 2017-2019 [-3.7%]. Mais dans la mesure où les données sur le PIB en volume restent soumises à de grands points d'interrogation sur ces années, il en va logiquement de même pour ce qui concerne la productivité qui divise la VAB en volume par l'emploi.

Seules les analyses qui sont en train d'être effectuées sur ces phénomènes atypiques ainsi qu'éventuellement les révisions futures des données des comptes nationaux vont pouvoir dire si la forte baisse de la productivité est un phénomène de nature structurelle, conjoncturelle ou effectivement liée à quelques entreprises isolées.

Dans les deux autres branches, les créations annuelles d'emplois oscilleraient entre 1 500 et 2 000 personnes. Alors que le STATEC prévoit une activité plus solide dans le secteur financier au cours des prochaines années que sur la période post-crise, l'emploi pourrait y augmenter aussi un peu plus fortement à partir de 2021, sans toutefois atteindre les records historiques.

Graphique 17:
L'inflation sans tons



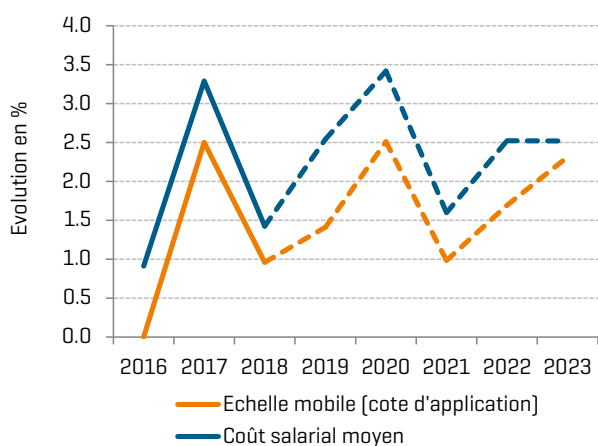
Source: STATEC

Après 1.5% en 2018, l'inflation devrait remonter à 1.7% en 2019 et se stabiliser à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection. Plombée l'an dernier par la baisse des prix des crèches, l'inflation sous-jacente a repris de la vitesse mais va également plafonner en 2019. Si la réduction des capacités de production inutilisées en Europe – telle la baisse continue du chômage qui se traduit progressivement par une dynamisation des salaires – a contribué au regain de l'inflation, le ralentissement actuel de la croissance explique à son tour le plafonnement, légèrement en dessous de la cible de la BCE de 2%.

La contribution des prix des produits pétroliers à l'inflation totale, d'un tiers encore en 2018, serait légèrement négative cette année et ne se renforcerait que doucement au cours des années suivantes. L'introduction de la gratuité des transports publics, au 1^{er} mars 2020, va tirer l'inflation vers le bas en 2020 (de -0.2 point de % selon les estimations du STATEC). D'autres mesures de l'accord de coalition sont également susceptibles d'impacter l'inflation mais n'ont pas encore été intégrées dans la prévision, faute de détails suffisants et/ou de date de mise en œuvre.

Après une tranche indiciaire prévue pour la fin de l'année 2019, deux autres surviendraient jusqu'en 2023.

Graphique 18:
Les salaires rythmés par l'échelle mobile

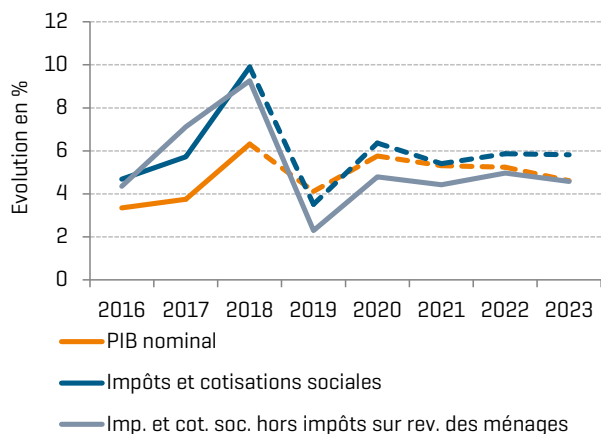


Source: STATEC

Avant la crise financière, les salaires réels (par tête, déflateur: échelle mobile) augmentaient en moyenne de 1.5% par an. Sur les années post-crise immédiates, ils n'augmentaient quasiment pas, sur plusieurs années. Depuis la reprise toutefois, entamée en 2013/2014, les salaires réels s'inscrivent à nouveau à la hausse, mais à des rythmes moins élevés que par le passé, d'environ 0.7-0.8% sur la période représentée au graphique ci-joint (incluant donc la prévision). Le chômage plus élevé, au Luxembourg comme dans la Grande Région (sauf en Allemagne), tire sans doute les salaires vers le bas, tout comme les migrations très élevées ayant émané des pays touchés le plus durement par la crise. Mais la hausse des salaires réels reste néanmoins plus ou moins au même niveau que dans la zone euro dans son ensemble – à un peu plus de 0.5% par an – et illustre de ce fait la situation macro-économique prévue très saine au Luxembourg et la capacité des entreprises, considérées dans leur ensemble, à partager avec les travailleurs les fruits de la croissance.

Le fait que les salaires réels ont continué d'augmenter sur les années les plus récentes, en particulier celles marquées par la très faible croissance réelle du PIB (2016 & 2017) constitue donc un autre élément plaidant pour un "accident statistique", une "anomalie structurelle", rendant le PIB en volume un peu moins fiable que d'habitude pour le diagnostic conjoncturel

Graphique 19: Les impôts et cotisations sociales au rythme du PIB nominal



Source: STATEC

Sur longue période, les recettes fiscales suivent en général le PIB nominal. Pour des années particulières, des mesures affectant les taux d'imposition nominaux [cf. hausse de la TVA en 2015 ou baisse de la fiscalité directe affectant les ménages et les entreprises à partir de 2017] peuvent perturber ce lien.

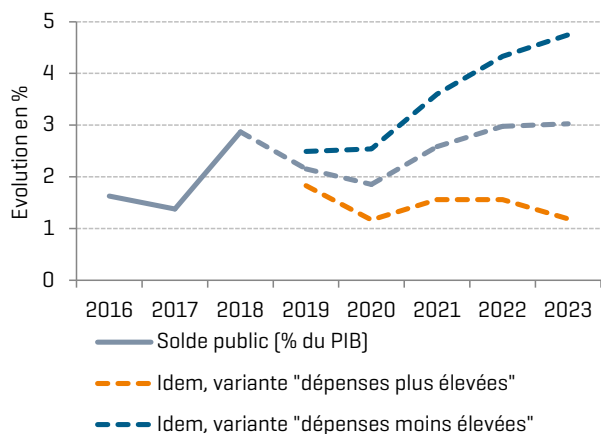
Paradoxalement, concernant en particulier les années 2016-2018, la croissance du PIB nominal est inférieure à celle des recettes, alors que la baisse de la fiscalité directe aurait dû induire le contraire. Probablement, au moins deux phénomènes d'envergure poussant dans ce sens se superposent:

- une sous-estimation probable de la croissance économique telle que mesurée par le PIB, thématiquée à plusieurs reprises par le STATEC (dans cette publication tout comme dans les Notes de Conjoncture);
- des rentrées fiscales élevées au niveau des mêmes impôts directs des sociétés, surtout en 2018, dues en partie à des circonstances exceptionnelles, vouées à ne pas se reproduire au-delà de 2019.

A partir de 2019, les recettes d'impôts et de cotisations seraient à nouveau en ligne avec le PIB nominal, à politique inchangée (le STATEC n'ayant pas encore intégré la baisse additionnelle annoncée d'un point du taux nominal auprès des entreprises).

En fait, les recettes fiscales progresseraient davantage que le PIB nominal vers la fin de l'horizon, mais cela est exclusivement dû aux impôts sur les ménages et la progressivité des barèmes qui fait en sorte que le taux d'imposition moyen des ménages augmente mécaniquement, du fait de l'inflation salariale. Sans les impôts sur les revenus des ménages, l'élasticité convergerait vers 1 [cf. graphique 19].

Graphique 20:
Le solde public aux alentours de 2% du PIB en 2019 et 2020



Source: STATEC

Comme il y a un an, le STATEC prévoit le solde public se diriger à moyen terme vers +3% du PIB, à politique inchangée. Précisons que cette projection n'inclut pas encore le Budget 2019 ou le programme de dépenses d'investissement conséquentes en infrastructures, présenté à la mi-février. Ces éléments seront intégrés lors de la mise à jour des prévisions pour la Note de Conjoncture no. 1-2019.

Cette amélioration du solde est en grande partie due à la progressivité des barèmes sur les impôts des revenus des ménages. Ici, "politique inchangée" a été définie comme "aucune adaptation des barèmes" alors que ces derniers ont par le passé été adaptés plus ou moins régulièrement.

Une simulation du STATEC visant à obtenir une élasticité unitaire entre la masse salariale et les impôts sur les revenus des ménages à partir de 2019 aboutit à un solde public de 1.6% en 2023 (contre 3% dans le scénario de base). Cette grande différence s'explique par le fait que les impôts sur les ménages constituent la catégorie individuelle d'impôts la plus importante parmi l'ensemble des recettes fiscales [soit en 2018 5.6 mia EUR ou 20% du total des recettes fiscales et même 25% du total des impôts et cotisations].

Pour le reste, il convient de signaler que la projection en matière de solde public reste une projection conditionnelle, dépendante de l'environnement conjoncturel et fiscal international. Aucune disposition spécifique concernant le volet de mesures "BEPS" ["Base erosion and profit shifting"] n'a été incluse.

L'incertitude concernant la politique en matière de dépenses publiques a été intégrée via les simulations alternatives. Elles aboutissent à un intervalle total [scénarios haut-bas] d'environ 3.5 points de PIB en 2023. Il s'agit d'une fourchette réaliste dans la mesure où elle est basée sur la variabilité passée de la croissance des dépenses [écart-type historique]. Elle inclut également les effets multiplicateurs positifs ou négatifs via l'impact induit sur l'activité et les recettes.

20

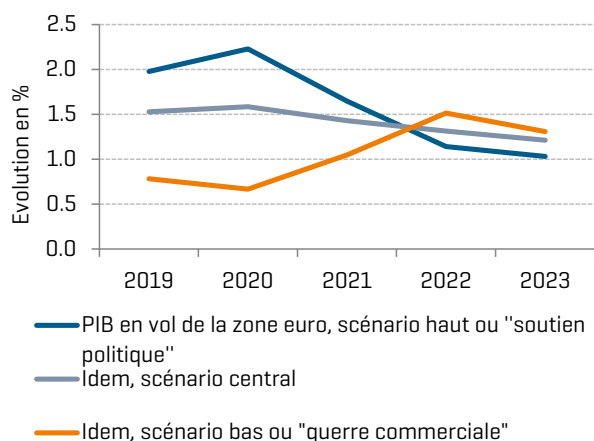
Tableau 2: Projections à moyen terme, 2019–2023

	1995-2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Principales hypothèses</i>							
	<i>Évolution en % (ou spécifié différemment)</i>						
PIB zone euro [vol.]	1.5	1.8	1.5	1.6	1.4	1.3	1.2
Indice boursier européen EuroStoxx	4.3	-3.0	-4.5	6.4	5.6	4.8	4.1
Prix PIB zone euro	1.5	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9
Prix pétroliers (USD/baril)	54.0	70.9	62.4	65.6	66.8	68.6	71.2
Taux de change (USD/EUR)	1.21	1.18	1.17	1.23	1.25	1.25	1.25
Taux d'intérêt court terme EUR	2.5	-0.3	-0.3	0.2	0.4	0.7	1.0
Taux d'intérêt long terme EUR	4.1	1.1	1.5	2.1	2.6	3.0	3.3
<i>Principaux agrégats macroéconomiques</i>							
	<i>Évolution en % (ou spécifié différemment)</i>						
PIB valeur [mia EUR]	.	58.79	61.21	64.74	68.18	71.74	75.05
Idem, évolution en %	5.9	6.3	4.1	5.8	5.3	5.2	4.6
RNB [mia EUR]	.	41.20	41.37	42.26	45.47	46.39	47.67
Idem, évolution en %	4.6	5.1	0.4	2.1	7.6	2.0	2.8
PIB potentiel [vol.]	3.4	2.7	2.9	3.0	3.0	2.9	2.9
Ecart de production [en % du PIB pot.]	-0.4	-1.2	-1.0	-0.1	0.6	0.8	0.6
PIB [en vol.]	3.4	3.0	3.0	3.8	3.5	3.0	2.5
Emploi total intérieur	3.2	3.7	3.4	2.9	3.0	2.6	2.0
Taux de chômage [% de la pop. active, déf. ADEM]	4.4	5.5	5.0	4.8	4.6	4.6	4.8
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.9	1.5	1.6	1.7	1.6	1.8	1.7
Echelle mobile des salaires [1.1.1948=100]	.	802.82	814.40	834.76	843.45	857.40	877.01
Idem, évolution en %	1.8	1.0	1.4	2.5	1.0	1.7	2.3
Coût salarial nominal moyen	2.8	1.4	2.5	3.4	1.6	2.5	2.5
<i>Finances publiques</i>							
	<i>Évolution en % (ou spécifié différemment)</i>						
Recettes publiques totales	6.0	9.1	3.6	6.3	5.4	5.8	5.7
<i>Dont: impôts et cotisations sociales</i>	<i>6.3</i>	<i>9.9</i>	<i>3.5</i>	<i>6.4</i>	<i>5.4</i>	<i>5.9</i>	<i>5.8</i>
Dépenses publiques totales	6.2	5.6	5.3	7.1	3.6	4.9	5.6
<i>Idem, limite inférieure¹</i>	<i>.</i>	<i>.</i>	<i>4.2</i>	<i>5.9</i>	<i>2.5</i>	<i>3.7</i>	<i>4.5</i>
<i>Idem, limite supérieure¹</i>	<i>.</i>	<i>.</i>	<i>6.5</i>	<i>8.3</i>	<i>4.8</i>	<i>6.1</i>	<i>6.9</i>
Solde public [% du PIB]	1.9	2.9	2.2	1.9	2.6	3.0	3.0
<i>Idem, limite inférieure¹</i>	<i>.</i>	<i>.</i>	<i>2.5</i>	<i>2.5</i>	<i>3.6</i>	<i>4.3</i>	<i>4.8</i>
<i>Idem, limite supérieure¹</i>	<i>.</i>	<i>.</i>	<i>1.8</i>	<i>1.2</i>	<i>1.6</i>	<i>1.6</i>	<i>1.2</i>
<i>Population, marché du travail</i>							
	<i>Niveaux (1 000 pers.) et taux de croissance</i>						
Population totale [1 000 pers.] ²	.	614.0	626.4	638.8	651.5	664.5	677.3
Idem, évolution en %	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
Emploi total intérieur [1 000 pers.]	.	448.8	463.9	477.4	491.7	504.3	514.6
Idem, évolution en %	3.2	3.7	3.4	2.9	3.0	2.6	2.0
Emploi résident [1 000 pers.]	.	264.4	270.7	276.8	282.8	288.3	293.5
Idem, évolution en %	1.9	2.7	2.4	2.3	2.2	1.9	1.8
Emploi frontalier [1 000 pers.]	.	197.5	206.2	213.7	222.2	229.4	234.8
Idem, évolution en %	5.6	5.1	4.4	3.6	4.0	3.3	2.3
Population active [1 000 pers.]	.	279.9	285.0	290.8	296.5	302.2	308.3
Idem, évolution en %	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	2.0
Nombre de chômeurs [1 000 pers.]	.	15.5	14.3	14.0	13.7	13.9	14.8
Idem, évolution en %	6.0	-4.0	-7.7	-2.4	-2.4	1.5	6.7

¹ Limites basées sur l'ajoute respectivement le retranchement d'un écart-type (observée entre 2010 et 2016) sur le taux de croissance des dépenses

² Au 31 décembre

Graphique 21:
**Des scénarii alternatifs pour dessiner l'éventail
du possible en 2019 et 2020**



Le scénario central à moyen terme présenté dans ce document constitue une projection conditionnelle. Sa réalisation dépend d'un nombre très élevé d'hypothèses, notamment celles liées à l'environnement international. Afin d'illustrer les conséquences d'hypothèses alternatives, le STATEC a choisi deux scénarii qui ont des probabilités plus ou moins élevées de se réaliser, et en a simulé les conséquences pour l'économie luxembourgeoise :

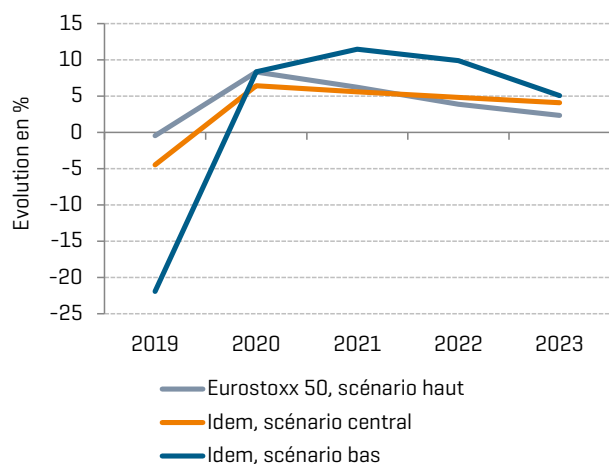
- une guerre commerciale mondiale généralisée (ci-après: scénario bas): les tensions commerciales s'intensifient de manière spectaculaire du fait de nouvelles mesures tarifaires de la part des États-Unis, ce qui déclenche une guerre commerciale mondiale, annulant la plupart des réductions tarifaires observées depuis la création de l'Organisation mondiale du commerce en 1995 (probabilité de réalisation: 2%); à noter que ce scénario comprend un Brexit sans accord, mais que la majeure partie du choc négatif est générée par les effets de la guerre commerciale;
- des mesures politiques qui soutiennent la reprise: la croissance mondiale s'accroît à nouveau alors que les incertitudes liées aux politiques commerciales commencent à s'estomper et que la confiance rebondit, sur fond d'assouplissement de la politique (ci-après, scénario haut) chinoise et du retardement du resserrement monétaire dans les économies avancées (probabilité de réalisation: 15%).

Les impacts sur la zone euro des deux scénarii ont été simulés par Oxford Economics. Dans le cas de la guerre commerciale généralisée, la croissance dans la zone euro se réduirait d'environ 3/4 de point sur les trois prochaines années avant de se redresser en fin de période. Dans le cas d'un scénario où les politiques monétaires et budgétaires des principales régions du globe œuvreraient de concert pour soutenir une économie mondiale fléchissante, la croissance de la zone euro pourrait dépasser à nouveau les 2%, en 2019 et 2020, avant de ralentir plus substantiellement que dans le scénario de base.

Une des raisons de travailler avec ces deux scénarii alternatifs, mis à part leur intérêt analytique, réside dans le fait qu'il s'agit de cas de figure quelque peu extrêmes, affectés de probabilités faibles quoique non nulles, de sorte à ce qu'on peut admettre que l'intervalle dessiné ainsi comprend l'éventail des réalisations possibles au cours des deux prochaines années.

Le but final de ces scénarii est de proposer aux utilisateurs des projections du STATEC des trajectoires alternatives cohérentes englobant les risques potentiels, pouvant être utilisées pour dessiner leur propres hypothèses, que ce soit en termes de recettes publiques, d'évolution du marché du travail, de la population ou de l'inflation (échelle mobile). Le monde de demain est par nature incertain, tandis que les variables économiques, le PIB et ses composantes en particulier, sont de surcroît affectées d'un degré de révision statistique élevé, ce qui rajoute à l'incertitude.

Graphique 22:
En cas de guerre commerciale, l'Eurostoxx
pourrait baisser de plus de 20% en 2019



Source: Oxford Economics

Un des intérêts à travailler avec Oxford Economics a pour le STATEC été le fait que leur modèle multi-pays intègre l'évolution des indices boursiers et permet dès lors de fournir une prévision pour l'Eurostoxx 50, un paramètre important dont dépend de façon étroite l'économie luxembourgeoise, et le secteur financier en particulier.

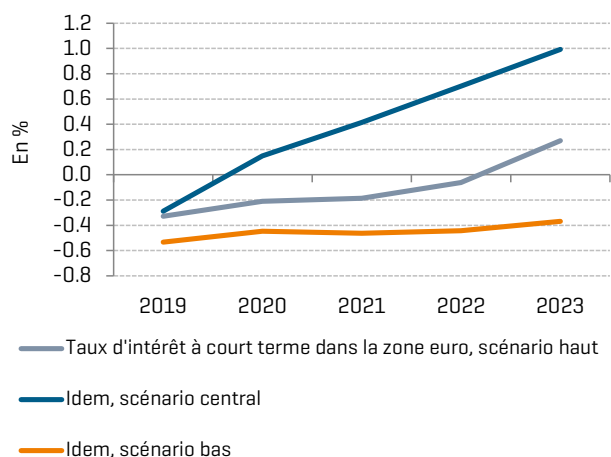
Les scénarii décrits ci-avant dégagent donc des trajectoires alternatives pour l'Eurostoxx50 qui permettent d'affiner la prévision pour l'économie luxembourgeoise. Dans ce sens il est important de souligner que les trajectoires pour l'Eurostoxx sont cohérentes avec les autres variables qui peuvent l'affecter, comme les bénéfices des entreprises, les taux d'intérêts ou l'aversion croissante pour le risque chez les investisseurs. etc.

En cas de guerre commerciale approfondie, l'Eurostoxx 50 pourrait baisser de plus de 20% en 2019, avant de rebondir à nouveau dès 2020. Au total, son niveau resterait de 7% inférieur à celui du scénario de base en 2023.

Dans le cas du scénario qui voit les politiques budgétaire et monétaire soutenir la reprise, les fluctuations seraient moins violentes. En terme d'évolution, l'Eurostoxx gagnerait environ 6.5 points sur les trois prochaines années, avant de ralentir d'avantage que dans le scénario de base.

Rappelons qu'un écart permanent de l'Eurostoxx de 10% d'une trajectoire donnée générerait au Luxembourg un impact d'environ un demi-point sur le PIB, ceteris paribus. Le STATEC a à plusieurs reprises montré que l'économie luxembourgeoise est plus sensible aux fluctuations des indices boursiers que d'autres économies européennes.

**Graphique 23:
Taux d'intérêt**



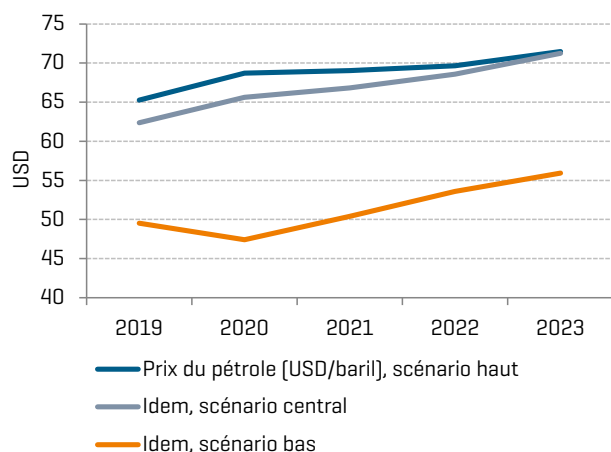
Source: Oxford Economics

Dans l'ensemble, Oxford Economics (OE) continue d'anticiper une normalisation mesurée de la politique monétaire dans les principales économies, la zone euro en particulier. Ils ne prévoient pas de première hausse des taux d'intérêt de la part de la BCE avant le quatrième trimestre 2019 compte tenu des perspectives plus défavorables, même si la fin des achats nets liés au "quantitative easing" a été décidée fin 2018. OE s'attend d'autre part à ce que la BCE remplace les obligations arrivant à échéance par de nouveaux achats sur une durée d'environ deux ans encore, avant qu'elle ne commence éventuellement à réduire son bilan.

De façon intéressante, dans les deux scénarii alternatifs, les taux à court terme dans la zone euro sont inférieurs à ceux du scénario de base. Ceci est dû au fait, que dans le cas de la guerre commerciale, la réduction des taux courts - ou plutôt leur maintien à un niveau faiblement négatif - est une résultante de la dégradation économique. Dans le cas de figure où la politique - monétaire dans ce cas - supporte la conjoncture, le faible niveau des taux est la résultante d'une action délibérée des autorités.

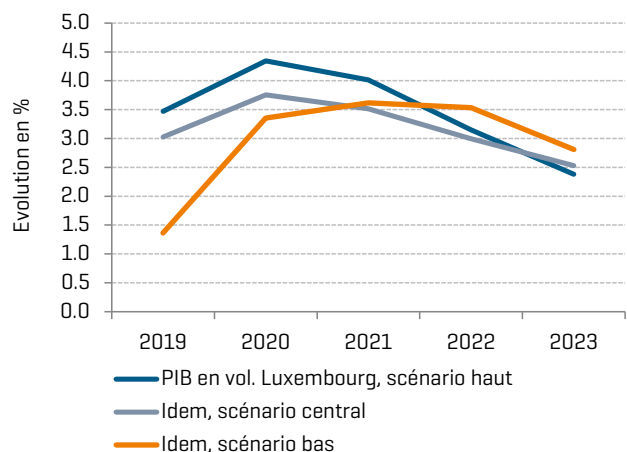
Dans le modèle du STATEC utilisé pour effectuer les prévisions et simuler l'impact des hypothèses internationales alternatives, les taux d'intérêt sont un vecteur plutôt puissant de transmission des effets de la politique monétaire. Ainsi, pour ce qui concerne l'investissement total, son niveau serait, en 2023, dans les deux cas, d'environ 12% plus élevé que dans le scénario de base. Notamment, il n'y diminuerait pas [guerre commerciale] ou moins que dans le scénario central (cf. graphique 27).

Graphique 24:
Prix pétroliers (baril)



Source: Oxford Economics

Graphique 25:
PIB en vol., Luxembourg



Source: STATEC

Dans le scénario "guerre commerciale", les tensions en matière de politique commerciale s'intensifient de manière spectaculaire. Les USA imposent de nouvelles hausses tarifaires substantielles aux marchandises chinoises, au secteur mondial de l'automobile et aux marchandises importées d'autres partenaires commerciaux clés. Avec un Brexit sans accord qui s'ajoute à la perturbation, les retombées sont considérables. La croissance mondiale ralentit fortement et, dans un contexte d'action agressive de la part de la Réserve fédérale, des mouvements de marché soudains s'ensuivent. Les prix du pétrole et des produits de base sont impactés négativement [par rapport au scénario de base] par une demande mondiale plus faible. Le prix du pétrole est inférieur au niveau de référence, d'environ 15 dollars le baril en 2019 et de 20 dollars en 2020 et 2021.

Ainsi, dans le cas de la guerre commerciale, l'inflation dans la zone euro telle que mesurée par les prix du PIB, tomberait jusqu'à environ 0.5% en 2020 et 2021.

Dans le scénario avec soutien politique, les prix pétroliers seraient quelque peu plus élevés, mais l'écart par rapport au scénario central est moins spectaculaire. En fin de période, ils seraient à nouveau égaux au scénario de base, tandis que dans le cas "guerre commerciale", ils resteraient durablement plus bas.

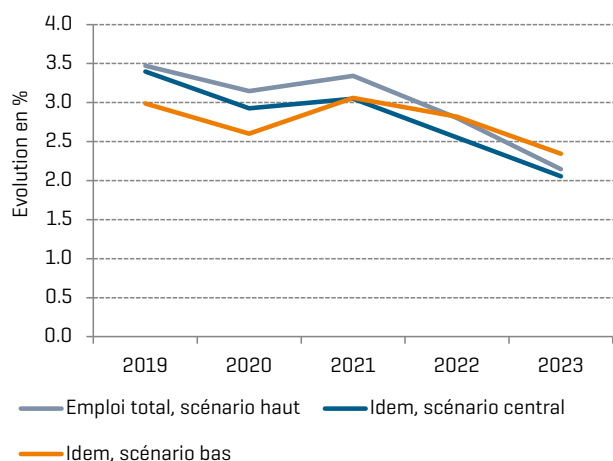
La guerre commerciale constitue un choc sévère, affecté par ailleurs d'une probabilité très faible. Il n'empêche, les discussions entre les USA et la Chine ne semblent pas avancer significativement et la menace d'une hausse automatique et unilatérale des tarifs de la part des USA, si aucun accord n'est trouvé, reste réelle.

Ainsi, les derniers rapports des médias sur les discussions en cours entre les deux parties à Pékin [à la mi-février] suggéraient que des différences qui dureront depuis des années prendront plus que quelques mois à résoudre. Les marchés ont peut-être espéré à un moment donné que ces négociations aboutissent à une résolution de la guerre commerciale en cours, mais les parties intéressées seraient désormais satisfaites si Washington choisissait simplement de repousser son échéance en ce qui concerne les pénalités tarifaires supplémentaires à imposer à la Chine.

Pour le Luxembourg, le scénario de la guerre commerciale signifierait une croissance abaissée de 1 point en moyenne en 2019 et 2020, et une légère correction à la hausse par après. Au totale, l'activité économique, telle que mesurée par le PIB en volume, serait, en 2023, encore de plus de 1% ou quelques 600 mio EUR inférieure au scénario de base.

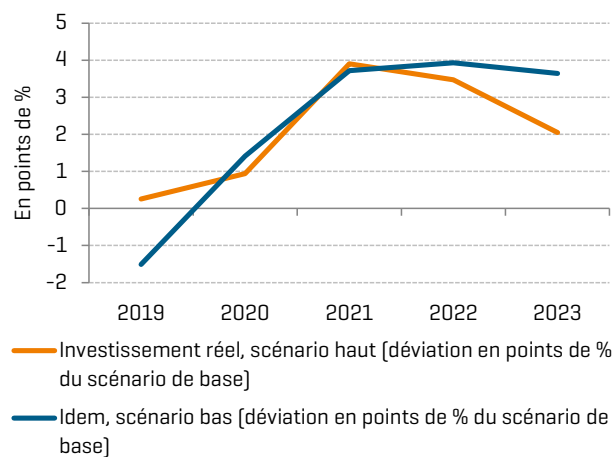
Dans le cas du scénario "soutien politique", le surplus de croissance réelle serait d'environ 0.5 ppt par an, jusqu'en 2022.

Graphique 26:
Emploi total



Source: STATEC

Graphique 27:
Investissement en volume



Source: STATEC

La réaction de l'emploi est par nature plus mesurée, et aussi plus étalée dans le temps. Les employeurs, du fait des coûts liés aux fluctuations excessives en matière de main-d'œuvre, pratiquent ce qu'on appelle en anglais du "labour hoarding", de la retenue de main-d'œuvre, en cas de choc sur l'activité. Qui plus est, l'impact négatif sur les prix se transmet sur les salaires, et amoindrit donc le coût de la main-d'œuvre, ce qui, ceteris paribus, permet aussi de garder un plus grand nombre de personnes en emploi.

Ainsi, dans le cas du choc défavorable, l'écart en % entre le scénario bas, en fin de période, et le scénario central n'est que de 0.2% (1.1% dans le cas du PIB en volume). Cet écart correspond à un peu moins de 1 000 personnes qui auraient perdu leur emploi, en net, suite à l'aggravation du conflit commercial. Il faut insister qu'il s'agit de simulations macro-économiques, qui ne prennent pas en compte les impacts sectoriels spécifiques pouvant éventuellement se manifester (cf. cluster automobile).

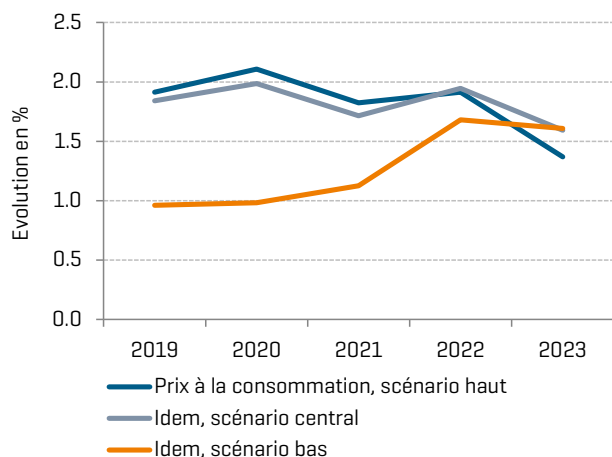
Dans le cas du choc favorable (soutien politique), quelques 4 500 emplois nets supplémentaires pourraient être créés.

Comme mentionné précédemment, les deux scénarii voient les taux d'intérêt directeurs de la BCE plus bas que dans le scénario de base. Cela a un impact sur l'investissement, qui augmente, par rapport au scénario de base, en dépit par exemple, du choc défavorable sur l'activité en cas de répercussions liées à la guerre commerciale.

La catégorie la plus touchée est celle des "machines et équipements", qui constitue environ 60% du total.

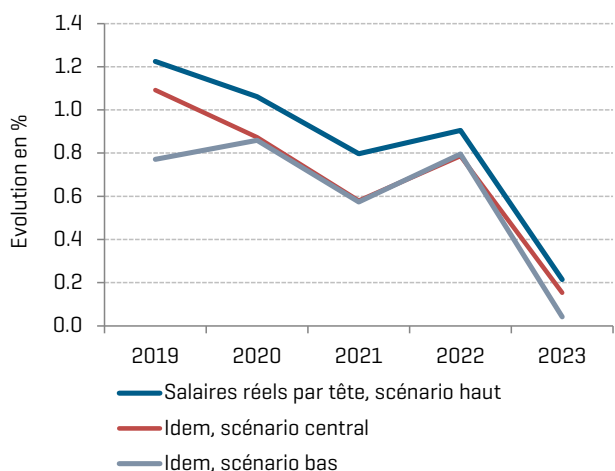
Dans ce cas, le niveau en 2023 reste environ 20% au-dessus de celui du scénario de base, ce qui est évidemment énorme.

Graphique 28:
Prix à la consommation



Source: STATEC

Graphique 29:
Salaires réels par tête



Source: STATEC

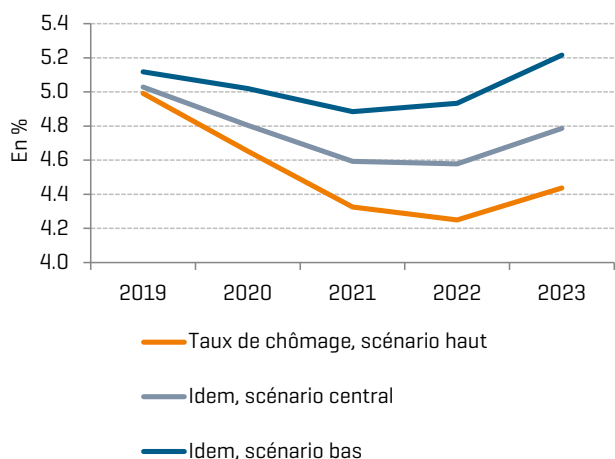
Dans le cas du choc "guerre commerciale", l'inflation des prix à la consommation serait substantiellement plus faible que dans le scénario de base. Ce ne serait que vers 2022 qu'elle retrouverait un niveau au-dessus de 1.5%. Cet état des choses est lié au prix du pétrole, qui baisserait de 20 USD par rapport au scénario de base. On peut estimer qu'une baisse durable des prix pétroliers de 20 USD entraîne un impact à la baisse de +/- 0.5% de façon directe et sans effets de bouclage sur les prix à la consommation. L'effet restant sur les prix à la consommation proviendrait alors de la baisse des prix à l'importation (rappelons que l'inflation dans la zone euro tomberait à environ 0.5%) et des effets de bouclage.

Dans le scénario de base, les salaires réels augmenteraient d'environ 1% en 2019 avant de ralentir et d'approcher une croissance proche de zéro en 2023. Ce ralentissement reflète celui de la conjoncture dans son ensemble et de la productivité en particulier.

Dans le cas de la guerre commerciale, les salaires réels sont affectés plus largement au début, du fait du gros impact négatif sur le PIB en volume qui se transmet via la productivité. Par après, les salaires se rattrapent en terme de croissance, mais à la fin de la période, le niveau reste environ 0.5% inférieur à celui du scénario de base.

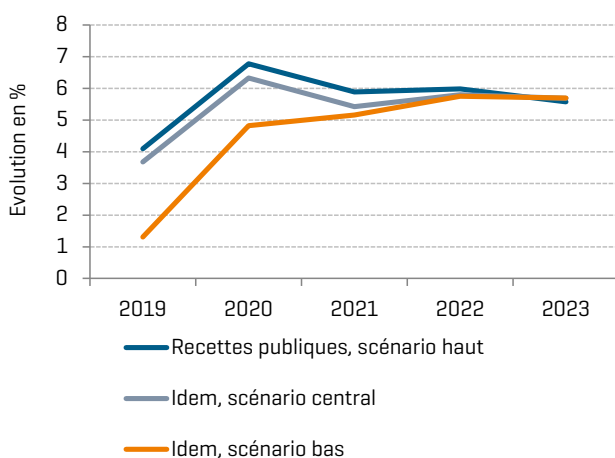
Dans le cas du soutien politique, la trajectoire des salaires réels est de manière permanente supérieure à celle du scénario de base, l'écart se réduisant toutefois en fin de période.

Graphique 30:
Taux de chômage



Source: STATEC

Graphique 31:
Recettes publiques



Source: STATEC

En cas de guerre commerciale, le chômage pourrait déjà se remettre à augmenter dès 2022, et atteindre 5.2% en fin de période, soit 0.2 ppt en plus que dans le scénario de base, ce qui correspond à environ 1 300 chômeurs (en moyenne annuelle).

Dans le scénario "support politique", le taux de chômage baisserait à près de 4.2%, ce qui correspondrait au niveau moyen observé sur les années avant la grande récession. Il y aurait ainsi en moyenne annuelle 13 700 chômeurs en 2023 contre 14 800 dans le scénario de base.

L'impact sur le chômage est atténué par les réactions de l'offre de travail et en particulier celle des frontaliers: dans le cas du choc favorable, leur nombre est plus élevé (que dans le scénario de base), ce qui amoindrit la réaction à la baisse du chômage (moins de résidents sont embauchés, ceteris paribus). A l'opposé, en cas de choc défavorable, la Grande Région, via les travailleurs frontaliers, absorbe une partie du choc.

La dégradation de l'environnement international et national affecte les recettes publiques. En particulier, la forte baisse de l'Eurostoxx en 2019 qui tire la taxe d'abonnement vers le bas couterait près de 150 mio EUR en 2019 et 2020 (donc 300 en cumul ou 20% du total de la perte en 2019).

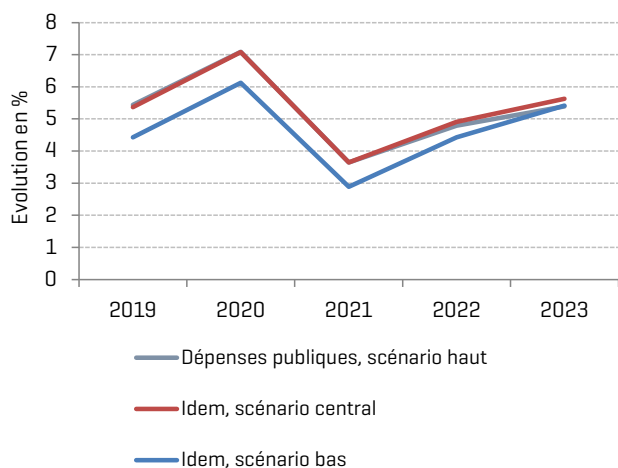
Mais la plus grande perte proviendrait de l'imposition du revenu des ménages et des cotisations sociales: au total, de près de 400 mio d'EUR de recettes en moins en 2023. Viennent ensuite: les cotisations sociales [-320 mio EUR] et la TVA [-190].

Pour les recettes dans leur ensemble, la moins-value en fin de période est de 1.4 mia EUR.

A noter qu'en fin de période, les taux de croissance des recettes dans les deux scénarii alternatifs reviennent sur celui du scénario central.

L'impact sur les recettes du choc positif est à l'image de celui sur le PIB: plus modéré et mieux étalé dans le temps. A la fin de la période, il permettrait au fisc d'engranger environ 500 mio d'EUR en plus.

Graphique 32:
Dépenses publiques



Source: STATEC

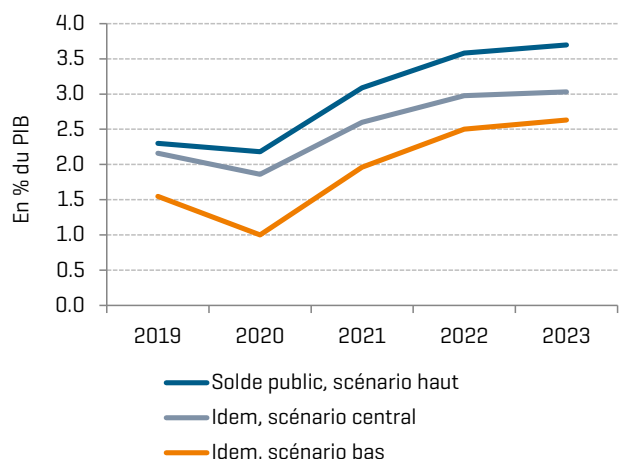
Dans Modux, le modèle macroéconométrique du STATEC, utilisé pour établir les projections et les scénarii alternatifs, les dépenses publiques sont en partie endogènes. Cela reflète le constat empirique que les trois quarts environ des dépenses sont liées directement à l'échelle mobile (une bonne partie des dépenses de sécurité sociale, la masse salariale, et, dans une moindre mesure, l'investissement et la consommation intermédiaire).

En cas de choc défavorable qui tire les prix vers le bas, les dépenses s'ajustent donc aussi à la baisse, et l'impact de la baisse des recettes sur le solde se trouve réduite.

Dans le cas précis des simulations entreprises ici, l'inflation et donc l'échelle mobile sont très peu affectées lors du choc favorable (support des politiques publiques). Ainsi, comme les simulations sont entreprises "à politique budgétaire domestique inchangée" (le support politique émanant de la zone euro), les dépenses changent très peu. On pourrait par exemple imaginer que le surcroît de recettes d'environ 500 mio EUR en 2023 donnerait lieu à des dépenses additionnelles. Mais cette éventualité très réaliste n'est pas intégrée dans les simulations.

Dans le cas du choc défavorable, par contre, les dépenses réagissent, en s'affaissant par rapport au scénario central (1 mia EUR de moins en 2023).

Graphique 33:
Solde public



Source: STATEC

Si l'intérêt des simulations réside dans le fait de pouvoir définir un intervalle à l'intérieur duquel l'évolution macro-économique aurait la plus grande probabilité de se situer en 2019 et 2020 resp. à moyen terme, il importe ainsi de considérer l'écart entre la variante "haute" (support politique) et "basse" (guerre commerciale) pour ce qui concerne le solde public.

L'intervalle ainsi défini serait d'environ 1 point de PIB ou, en termes monétaires, en 2023, de quelque 900 mio EUR. On pourrait interpréter ce montant comme une marge de manœuvre domestique en terme de politique budgétaire et fiscale, mais il faudrait en prendre la moitié en terme de déviation par rapport au scénario central, soit environ 450 mio EUR (en 2023) contre 250 mio EUR en 2019 (le montant augmentant au fil du temps).

En cas de choc favorable, c'est ce qui pourrait être dépensé en plus, toutes choses égales par ailleurs, et en cas de dégradation de la situation internationale, via le ressort des tensions commerciales, il faudrait aller chercher à moyen terme un coussin de sécurité d'environ 450 mio EUR afin de ne pas voir se dégrader la situation budgétaire au-delà de ce qui est prévu dans le scénario central.

En réalité, la marge de manœuvre est probablement plus grande car ces simulations sont à politique inchangée.

30

Tableau 3: projections à moyen terme 2019-2023, scénarii alternatifs haut et bas

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Déviations en points de % du taux de croissance par rapport au scénario de base [sauf si spécifié différemment]</i>					
Principales hypothèses					
<i>PIB zone euro [vol.]</i>					
- Haut ¹	0.4	0.6	0.2	-0.2	-0.2
- Bas ²	-0.7	-0.9	-0.4	0.2	0.1
<i>Indice boursier européen EuroStoxx</i>					
- Haut	4.0	1.9	0.6	-1.0	-1.8
- Bas	-17.5	2.0	5.9	5.1	1.0
<i>Prix PIB zone euro</i>					
- Haut	-0.1	-0.4	-0.4	-0.1	0.1
- Bas	0.0	-0.6	-1.3	-1.3	-0.7
<i>Prix pétroliers (USD/baril - écart absolu)</i>					
- Haut	2.9	3.1	2.2	1.1	0.2
- Bas	-12.8	-18.2	-16.4	-15.0	-15.3
<i>Taux de change (USD/EUR - écart absolu)</i>					
- Haut ³	0.05	0.04	0.01	0.00	0.00
- Bas	-0.04	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01
<i>Taux d'intérêt court terme EUR [écart absolu]</i>					
- Haut	0.0	-0.4	-0.6	-0.8	-0.7
- Bas	-0.2	-0.6	-0.9	-1.1	-1.4
<i>Taux d'intérêt long terme EUR [écart absolu]</i>					
- Haut	-0.2	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8
- Bas	0.2	-0.5	-0.8	-0.9	-0.7
<i>Déviations en points de % du taux de croissance par rapport au scénario de base [sauf si spécifié différemment]</i>					
Principaux agrégats macroéconomiques					
<i>PIB [en vol.]</i>					
- Haut ¹	0.4	0.6	0.5	0.2	-0.1
- Bas ²	-1.7	-0.4	0.1	0.5	0.3
<i>Prix du PIB</i>					
- Haut	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.1
- Bas	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.1
<i>Ecart de production [en % du PIB - écart absolu]</i>					
- Haut	0.4	1.0	1.5	1.7	1.5
- Bas	-1.6	-2.0	-1.9	-1.4	-1.1
<i>Emploi total intérieur</i>					
- Haut	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1
- Bas	-0.4	-0.3	0.0	0.3	0.3
<i>Taux de chômage [% de la pop. active - écart absolu]</i>					
- Haut	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
- Bas	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
<i>Indice des prix à la consommation [déflateur comptes nat.]</i>					
- Haut	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2
- Bas	-0.9	-1.0	-0.6	-0.3	0.0
<i>Coût salarial nominal moyen</i>					
- Haut	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.2
- Bas	-1.2	-1.0	-0.6	-0.3	-0.1
<i>Solde public [% du PIB - écart absolu]</i>					
- Haut	0.1	0.3	0.5	0.6	0.7
- Bas	-0.6	-0.9	-0.6	-0.5	-0.4
<i>Dépenses publiques [mio EUR - écart absolu]</i>					
- Haut	18	21	23	-9	-83
- Bas	-237	-504	-733	-905	-1 020
<i>Recettes publiques [mio EUR - écart absolu]</i>					
- Haut	112	246	398	480	471
- Bas	-637	-1 085	-1 220	-1 305	-1 376

¹ Guerre commerciale mondiale généralisée [scénario développé par Oxford Economics, simulations effectuées par le STATEC]; NB le scénario inclut un Brexit sans accord.

² La politique soutient la reprise mondiale alors que les craintes d'une guerre commerciale disparaissent [scénario développé par Oxford Economics, simulations effectuées par le STATEC].

³ Un chiffre positif correspond à une appréciation de l'EUR.