ANALYSES 1 2022

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES À MOYEN TERME

2022-2026

STATEC

IMPRESSUM

Responsable de la publication
Dr Serge Allegrezza

Rédaction
Ferdy Adam

Date de clôture statistique:
15 février 2022
ISSN: 2658-963X

La reproduction totale ou partielle est autorisée à condition d'en citer la source.

STATEC
Institut national de la statistique et des études économiques

Centre Administratif Pierre Werner
13, rue Erasme
L - 1468 Luxembourg-Kirchberg

+352 247 - 84219
info@statec.etat.lu
www.statec.lu

statec.lu

ANALYSES 1 2022

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES À MOYEN TERME

2022-2026

STATEC

Tableau 1
Principales évolutions macroéconomiques

	1995-2020	2021	2022	2023	2024-2026[1]
	Évolution en % (ou spécifié différemment)				
PIB en vol.	3.1	7.0	3.5	4.0	2.2
Emploi total intérieur	3.2	3.1	3.5	2.6	2.3
Taux de chômage (% de la pop. active)*	4.5	5.7	4.7	4.5	4.6
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.8	2.5	4.4	1.3	1.4
Coût salarial moyen	2.7	5.2	4.2	4.3	1.4
Solde public (% du PIB)*	1.7	0.5	1.4	1.2	0.3
Émissions CO_2[2]	-2.0	0.3	3.6	4.4	-0.2

Source: STATEC (1995-2021: données observées ou estimées; 2021-2026: prévisions du STATEC et d'Oxford Economics)
Clôture statistique: 15.2.2022
[1] Taux de croissance annuel moyen (pour les variables exprimées en taux de croissance) ou valeur en fin de période (c.-à-d. 2026) pour les variables exprimées en niveaux (marquées d'un *).
[2] Moyenne 2005-2020.

Le STATEC publie dans ce numéro de la série "Analyses" les projections à moyen terme qui ont été fournies vers la mi-février au Ministère des Finances et aux administrations fiscales afin d'établir le prochain Programme de stabilité et de croissance. Dans les Notes de conjoncture biannuelles, le STATEC n'établit des prévisions que pour l'année courante et l'année subséquente. Les projections présentes, qui couvrent la période 2022-2026, ont été finalisées le 15 février 2022 sous la prémisse habituelle de politiques économiques inchangées et revêtent ainsi, plus que les prévisions de court terme, un caractère "conditionnel". À moyen terme, les évolutions dessinées pour les principales variables macroéconomiques dépendent ainsi des hypothèses concernant l'évolution économique en zone euro, incorporées dans les relations structurelles de long terme véhiculées par les équations du modèle "Modux", utilisé pour établir ces projections. Comme les prévisions de court terme, elles sont assorties de scénarios alternatifs censés illustrer deux des risques prédominants au moment de leur élaboration.

Vers une croissance moins forte à moyen terme

Dans la zone euro, les années 2022 et 2023 seraient encore marquées par des effets de rattrapage post-crise – avec une activité en hausse de 3 à 4% par an – tandis qu'à moyen terme, la croissance convergerait vers 1-1.5%, ce qui correspond au rythme tendanciel ou potentiel.

À court terme, les risques pesant sur l'activité sont non négligeables: variant Omicron, perturbations des chaînes de production, poussée de l'inflation, conflit armé en Ukraine, etc. Du moins pour ce qui concerne les trois premiers, les hypothèses de travail retenues impliquent qu'ils s'estompent dans le courant de 2022, voire au début de 2023. Pour ce qui concerne le conflit armé en Ukraine, il est trop tôt pour se prononcer sur l'ampleur des dégâts macroéconomiques. Le STATEC y reviendra dans le cadre de ses publications conjoncturelles.

L'activité en zone euro serait portée par la consommation privée, et cela même sans baisse additionnelle du taux d'épargne. La politique budgétaire serait moins expansive, car les effets de la crise du Covid-19 se seront dissipés. La politique monétaire serait marquée par la volonté de la BCE de normaliser progressivement les taux réels qui sont actuellement largement négatifs. La politique monétaire devrait d'ailleurs revêtir un caractère plus restrictif qu'admis encore en décembre 2021 par Oxford Economics (qui a fourni au STATEC les hypothèses internationales sous-tendant ces projections).

Un cycle d'expansion démarré en 2013/2014…

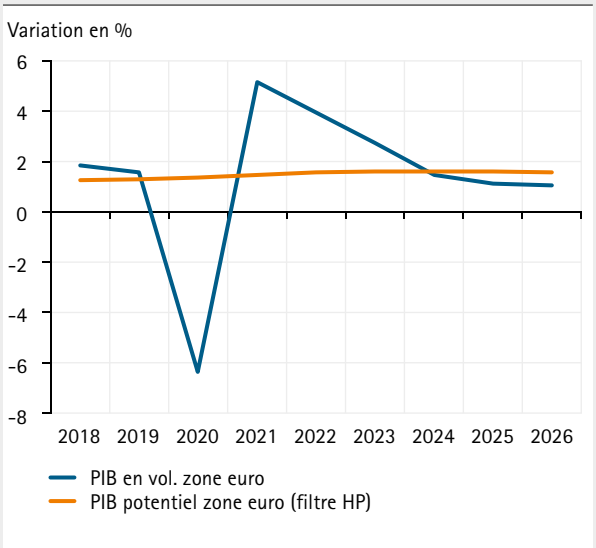
Plus que les chiffres volatils et révisés de la croissance via le PIB en volume, ceux de l'emploi permettent de définir la position cyclique de l'économie luxembourgeoise. Le cycle actuel aurait ainsi démarré en 2013/2014, à la fin de la crise de la zone euro, et aurait culminé une première fois en 2018/2019. Grâce au soutien marqué des politiques publiques lors de la crise du Covid, le cycle pourrait durer quelques années encore et prendre fin vers 2026, avec la fermeture de l'écart de production et un emploi qui n'augmenterait "plus" que de 2%, soit 1 point en moins que la moyenne de long terme. Entre 2021 et 2026, la croissance du PIB passerait, quant à elle, de 7% (estimés) à 2%.

… qui prendrait fin à l'horizon 2026

Sur cette période, environ 70 000 emplois seraient créés, tandis que la population active résidente augmenterait d'un peu plus de 30 000 personnes. Le chômage serait globalement en baisse, passant de 5.7% en 2021 à environ 5% en fin de période. Le solde des emplois non occupés par les résidents (déjà présents ou nouvellement arrivés) serait couvert par les frontaliers, dont le nombre devrait passer à plus de 250 000, occupant un peu plus de la moitié des nouveaux emplois créés. En fin de période, le Luxembourg devrait héberger plus de 700 000 habitants.

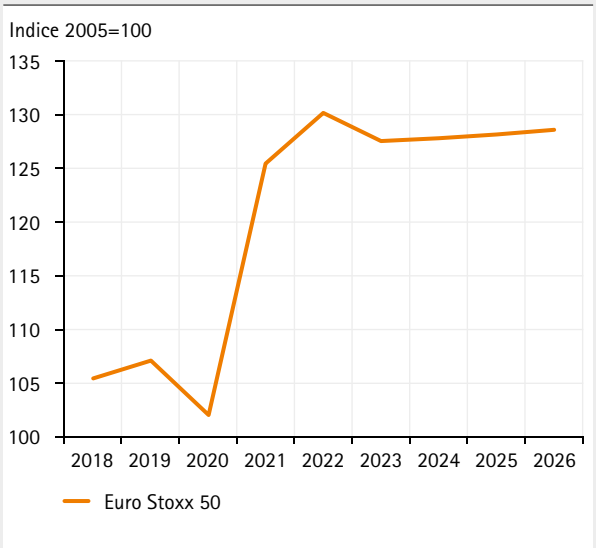
Les finances publiques resteraient en équilibre, avec un léger excédent en fin de période. Plus encore que pour les autres variables, l'hypothèse de "politique inchangée" doit être mise en évidence comme ingrédient de cette projection, côté dépenses. Côté recettes, les finances publiques profiteraient du dynamisme du marché du travail, alimentant les impôts payés par les ménages et les cotisations sociales. Aucun risque, ni négatif, ni positif, résultant de l'harmonisation fiscale internationale du côté des sociétés multinationales n'a été incorporé dans cette projection.

Graphique 1
PIB en vol. de la zone euro: encore deux bonnes années



Sources: STATEC, Oxford Economics (2022-2026: prévisions)

Graphique 2
Marchés boursiers peu dynamiques



Sources: Oxford Economics (2022-2026: prévisions)

Zone euro: les années 2022 et 2023 encore marquées par des effets de rattrapage post-crise

Au fil de l'année dernière, les prévisions de croissance pour la zone euro ont été revues à la hausse pour 2021, tandis que celles pour 2022 l'ont été à la baisse. Actuellement, l'activité est estimée avoir crû de 5% en 2021 et devrait augmenter encore de 4% environ cette année. La hausse du PIB de la zone euro devrait ensuite lentement converger vers la croissance potentielle, voire tomber en dessous, avec une année 2023 encore forte (+2.7%) mais une hausse d'à peine plus de 1% ensuite. Cette décélération irait de pair avec la fermeture progressive de l'écart de production, une caractéristique souvent imposée aux projections à moyen terme, traduisant une économie en "vitesse de croisière".

De l'incertitude à court terme

À court terme, les risques pesant sur l'activité sont non négligeables:

- Des effets encore défavorables résultant du variant Omicron, mais qui sont supposés s'estomper à partir du 2e trimestre, suite à la levée progressive des restrictions[1];
- Des vents contraires résultant des blocages affectant les chaînes de production mondiales;
- Une hausse de l'inflation plus forte qu'anticipé encore il y a quelques mois;
- Des risques baissiers importants résultant des tensions géopolitiques et de l'intervention militaire de la Russie en Ukraine.

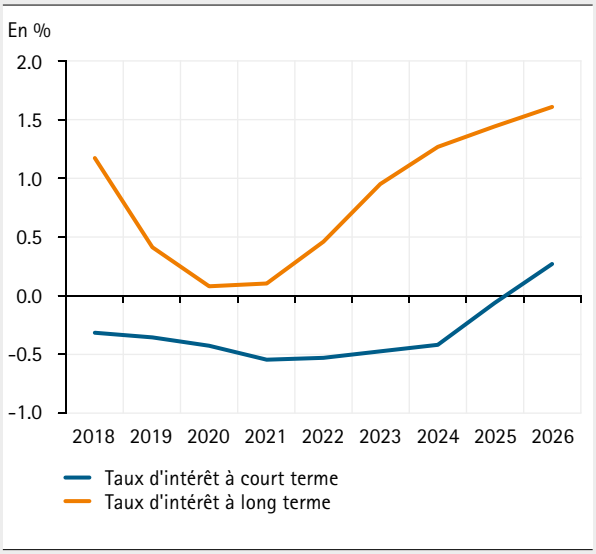
Pour ce qui concerne les trois premiers, les analystes étaient plutôt unanimes en ce début 2022 qu'ils devraient se calmer dans le courant de 2022, voire au plus tard au début de 2023[2].

À moyen terme, l'activité serait portée par la consommation privée, et cela même sans une baisse additionnelle du taux d'épargne comme celle dessinée dans le scénario favorable (cf. pp. 14). La politique budgétaire, sans verser dans l'austérité, serait moins expansive, car les effets de la crise du Covid-19 se seront dissipés.

[1] En raison des taux de vaccination élevés prévalant dans les pays développés, une plus grande dégradation de la situation dans le secteur de la santé a été évitée.

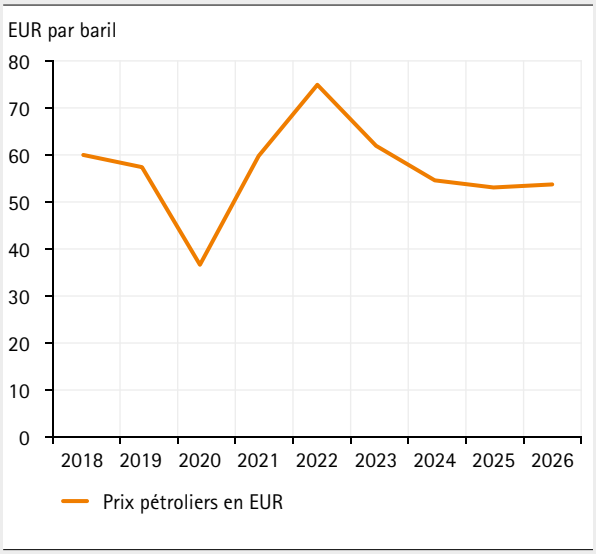
[2] Pour ce qui concerne les implications du conflit militaire en Ukraine, il est trop tôt pour se prononcer sur les incidences macroéconomiques. Le STATEC y reviendra dans le cadre de ses publications conjoncturelles. À ce stade, il convient d'admettre que les implications sur le potentiel de croissance à moyen terme devraient rester limitées, mais des conséquences négatives graves en cas de conflit prolongé ne sont bien entendu pas à exclure. Ainsi, en date du 2 mars, Oxford Economics évaluerait l'impact baissier dans le pire des cas (guerre prolongée, accompagnée d'une coupure des livraisons de gaz naturel à l'Europe) à environ 1.5 point de % de croissance dans la zone euro pour 2022 et 2023 (soit 3 points au total).

Graphique 3
Pas de hausse des taux courts avant 2025?



Sources: Oxford Economics (2022-2026: prévisions)

Graphique 4
Vers un retour à terme à un prix du baril de 50 EUR



Sources: Oxford Economics (2022-2026: prévisions)

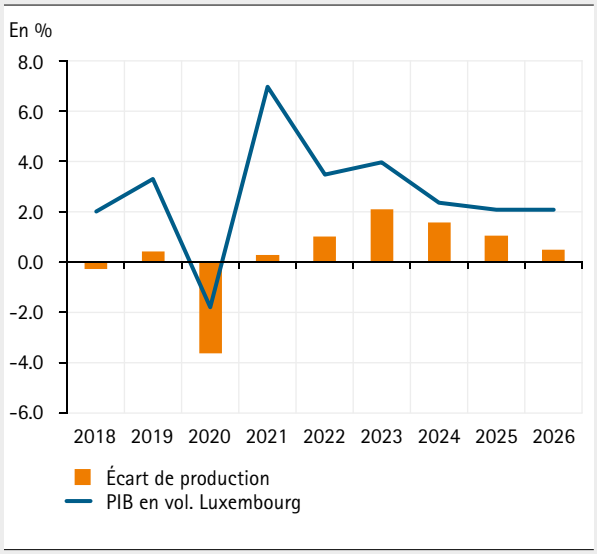
Des politiques budgétaire et monétaire moins expansives

La politique monétaire prendrait également une tournure moins expansive. Ce virage serait pris dès 2022 aux USA, avec une première hausse des taux courts anticipée en mars. En zone euro, au moment de l'établissement de ces projections, Oxford Economics ne tablait sur une hausse des taux courts qu'à partir de 2025, mais sur base des derniers développements sur le front de l'inflation, une amorce plus précoce (fin 2022, début 2023?) semble probable.

Les marchés boursiers sont actuellement particulièrement vulnérables. Après une fin d'année 2021 très dynamique, les indices technologiques ont perdu beaucoup de terrain et la tendance générale sur les indices généraux est plutôt à la stagnation, voire à la baisse. Telle est également la prévision d'Oxford Economics, et ce sur tout l'horizon: au total, l'indice Euro Stoxx 50 n'augmenterait que de 2.5% entre 2022 et 2026 (moyennes annuelles). Le retrait du stimulus monétaire et la poussée de l'inflation peuvent être cités comme les principaux facteurs freinant à court terme, le ralentissement de l'activité (et donc des opportunités bénéficiaires) prévalant à moyen terme.

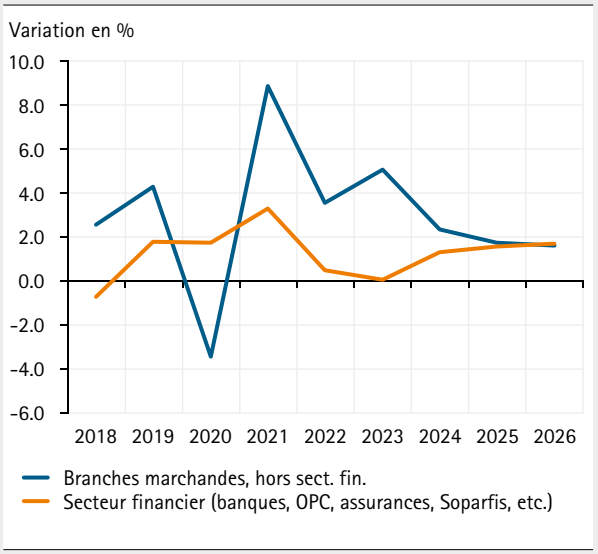
Comme toutes les autres grandeurs macroéconomiques, les prix pétroliers sont censés converger à moyen terme vers une certaine valeur d'équilibre. Cette dernière est estimée à environ 67 USD (54 EUR) le baril par Oxford Economics, et constitue l'une des pierres angulaires de la projection de l'inflation à moyen terme. En d'autres mots, la poussée actuelle, avec des prix du Brent dépassant 90 USD, et des taux d'inflation historiquement élevés, serait passagère. Toutefois, début janvier 2022, Oxford Economics voyait le Brent encore à 72.5 USD en moyenne annuelle en 2022, soit à peine plus élevé qu'en 2021. Entretemps, les projections ont été revues substantiellement à la hausse: 86 USD en 2022 et une révision à la hausse sur tout l'horizon de projection. Pour parer aux incertitudes inhérentes à ce type de prévisions, le STATEC examine régulièrement des trajectoires alternatives du Brent et leur impact sur l'inflation au Luxembourg (cf. Statnews du 16 février 2022).

Graphique 5
PIB en vol. Luxembourg: petit rebond en 2023 puis vers 2% de hausse



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 6
Activité par branche: le secteur financier impacté par les bourses peu dynamiques



Sources: STATEC (2022-2026: prévisions)

Luxembourg: vers une croissance moins forte à moyen terme

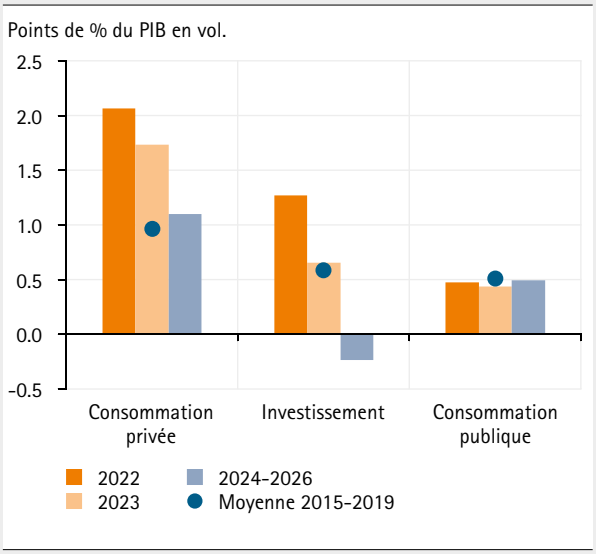
La position cyclique de l'économie luxembourgeoise est caractérisée par un écart de production fortement négatif en 2020, année de crise (-3.6%), puis se refermant graduellement dans le sillage de la reprise et des effets de rattrapage jouant à travers les économies européennes. Il serait maximal en 2023 à près de +2%, tiré par l'expansion du PIB en volume de presque 4% sur deux années. À partir de là, et c'est en partie une hypothèse de travail, il se refermerait graduellement, pour tendre vers zéro en fin d'horizon. Dans cette logique, la croissance du PIB en volume devra s'orienter en deçà de celle du PIB potentiel, dont la hausse annuelle devrait se situer entre 2.5 et 3% selon les estimations du STATEC.

À court terme, l'activité serait freinée par l'impact (limité) de la vague "Omicron" et un acquis de croissance, fin 2021, assez faible (+0.5%). 2023 pourrait dans cet ordre d'idées marquer un petit rebond, en dépit de la (légère) baisse prévue de l'Euro Stoxx.

Un secteur financier moins dynamique, mais profitant de la normalisation des taux d'intérêt

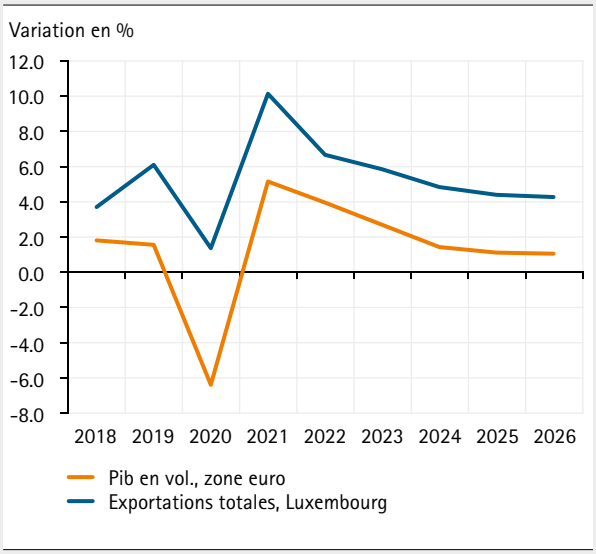
La faiblesse marquée de l'indice boursier Euro Stoxx 50 sur tout l'horizon de projection limiterait les possibilités de développement du secteur financier. Ce dernier profiterait en revanche de la normalisation de la courbe des taux, qui accroîtrait les marges d'intermédiation des banques sur les activités liées aux crédits/dépôts (+1 point de % entre 2020 et 2025, sur base des taux standards courts/longs en zone euro). Les autres branches d'activité marchandes (industrie, construction, services aux personnes et aux entreprises) profiteraient de la reprise en Europe, alimentée par la demande domestique, et générant une hausse accrue des importations, en raison des interdépendances élevées entre les pays.

Graphique 7
Contributions à la croissance de la demande nationale: la consommation privée première de classe



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 8
Les exportations du Luxembourg en tandem avec l'activité à l'étranger



Sources: STATEC, Oxford Economics (2022-2026: prévisions)

Des trajectoires très différentes pour les composantes de la demande

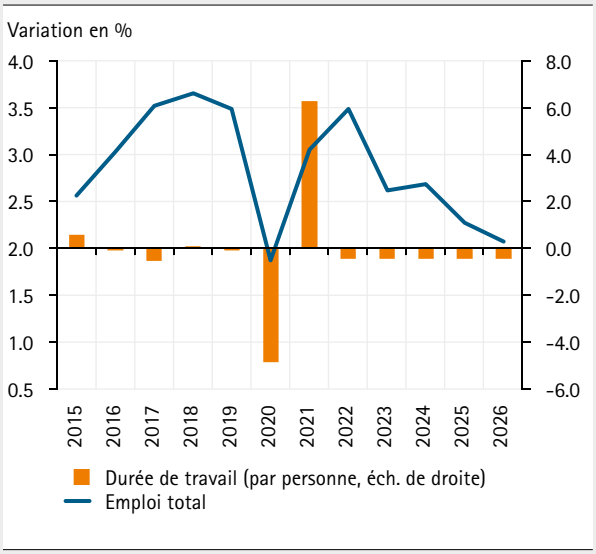
Au Luxembourg, comme dans la plupart des autres pays européens, la consommation privée resterait dynamique sur base de la conjonction d'éléments favorables divers (épargne accumulée, chômage faible voire en baisse, taux d'intérêt toujours faibles, sentiments de fin de crise, ...). Le STATEC prévoit qu'elle pourrait afficher une deuxième année "record", à près de 7% de hausse en volume en 2022, pour rester dynamique avec des hausses supérieures aux moyennes historiques jusqu'en 2024.

L'investissement devrait également continuer son rattrapage post-crise (-4.4% en 2020), mais de façon plus erratique, moins dynamique et différenciée suivant les composantes:

- Les achats de machines et équipements seraient très dynamiques à court terme (+15% environ en 2021 et 2022), après -20% en 2020; le ralentissement conjoncturel les ferait reculer à partir de 2024;
- L'investissement résidentiel avait baissé de 8% en 2020, et afficherait une hausse de plus de 5% en 2021; il pourrait ne plus augmenter sur les années suivantes, surtout en raison de la hausse prévue des taux hypothécaires; le niveau de l'investissement prévu en 2026 (près de 2 Mia en EUR constants) égalerait ainsi celui constaté en 2020, alors que le flux migratoire resterait stable (+10-11 mille personnes par an en net);
- La trajectoire de l'investissement public est basée sur le plan budgétaire du gouvernement de l'automne 2021; ainsi, le taux d'investissement public (exprimé par rapport au PIB), qui avait marqué un point bas en 2013, poursuivrait sur une tendance haussière jusqu'en 2026 (gagnant 1 point sur cette période).

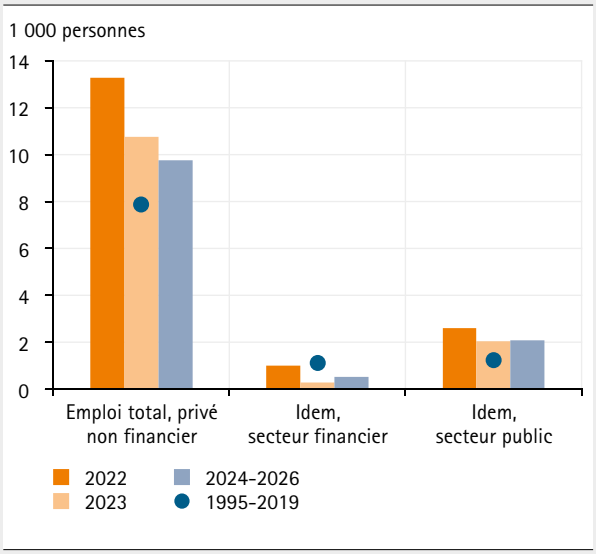
Les exportations devraient suivre la demande étrangère (synthétisée dans le graphique 8 par le PIB de la zone euro). On voit aussi clairement qu'elles sont plus dynamiques que l'activité dans la zone euro, ce qui peut être principalement mis sur le compte des services non financiers.

Graphique 9
Un rebond de l'emploi amené à s'estomper



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 10
Créations d'emplois par grands secteurs



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Un cycle d'expansion de l'emploi qui se modérerait d'ici quelques années...

La crise du Covid a été amortie sur le marché du travail e.a. via la durée de travail (heures/personne), qui avait fortement baissé en 2020 (cf. chômage partiel) puis rebondi en 2021. En revanche, l'emploi (personnes) n'avait freiné que légèrement (cf. graphique 9) – compte tenu de l'ampleur du choc – et augmente fin 2021 à nouveau à un rythme annualisé de plus de 3.5%. Sous cet angle de vue, le marché du travail devrait terminer un cycle démarré au lendemain de la crise financière (et celle de la zone euro) et converger lentement vers un rythme de croisière d'environ 2% l'an d'ici 2026.

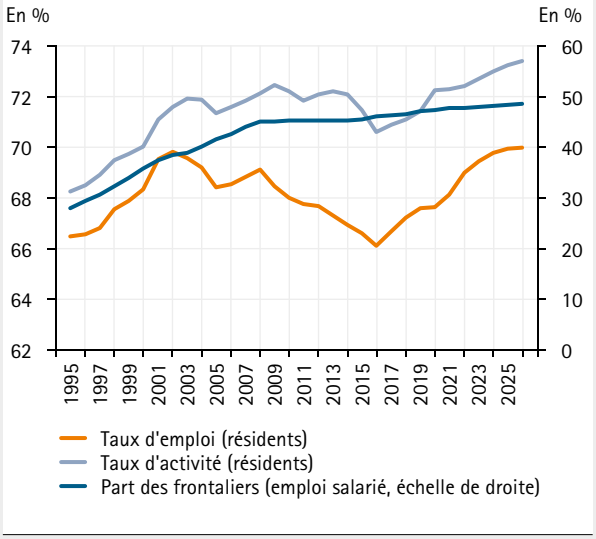
... ce qui n'empêcherait pas la création de près de 70 000 emplois additionnels (en net)

Dans les branches marchandes hors secteur financier, les créations d'emplois tourneraient autour de 10-12 000 personnes par an au cours des prochaines années, avec une tendance au ralentissement. Ce chiffre est certes plus élevé que la moyenne historique, mais il faut considérer que la base de comparaison (le nombre total de personnes) a augmenté au fil du temps.

En revanche, dans le secteur financier (qui occupe, avec plus de 50 000 personnes, environ 10% de l'emploi total), les créations d'emplois devraient s'orienter en deçà des moyennes historiques, sur fond d'une activité freinée par les perspectives assombries sur les marchés d'actions. Toutefois, le secteur financier a connu depuis 1995 deux épisodes de très faible expansion de l'emploi (2002-2004 et lors de la grande crise financière), de sorte que la moindre croissance prévue jusqu'en 2026 est à relativiser: les fluctuations y sont plus prononcées que dans les autres branches marchandes.

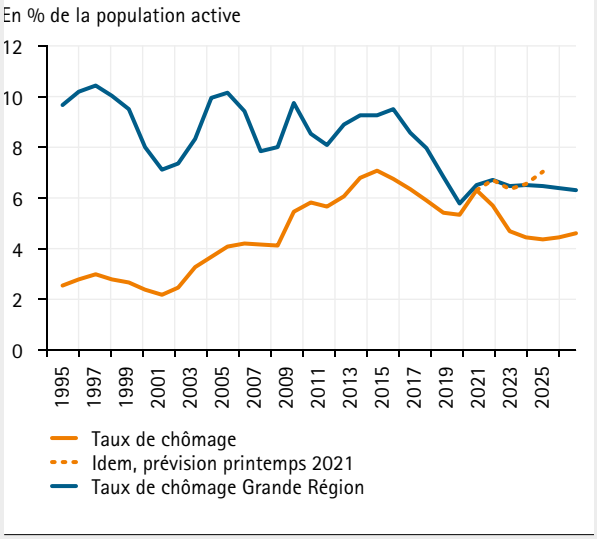
L'emploi public est en accélération depuis 2016 (hausse passant de 1.6% à 4.7% en 2021, ajoutant 13 000 salariés), mais le STATEC estime que le haut de la vague a été atteint l'année dernière et suppose que la croissance va s'orienter lentement en dessous de la moyenne de long terme (qui est de 3%). Cette décélération n'est pas irréconciliable avec des embauchages "massifs", car c'est une approche nette. Le secteur public devra ainsi recruter massivement sur les prochaines années, pour combler des départs à la retraite, comme la plupart des autres secteurs d'ailleurs.

Graphique 11
La crise n'a pas cassé certaines tendances lourdes



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 12
Le chômage bien plus orienté à la baisse qu'estimé précédemment



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Des taux d'activité et d'emploi historiquement élevés

Les tendances de long terme des variables structurelles du marché du travail n'ont été que passagèrement affectées par la crise: les taux d'activité et d'emploi (des résidents) devraient ainsi continuer à augmenter (graphique 11). Le taux d'activité dépasserait même les niveaux records précédents en raison de la poursuite de la hausse du taux d'activité féminin (de 68.6% observés en 2020 à plus de 70% en 2026 sur base des extrapolations du STATEC). Le taux d'emploi retrouverait quant à lui les sommets de la fin des années 90 sans pourtant les dépasser. Il fléchirait en fin de période en raison du ralentissement des créations d'emplois.

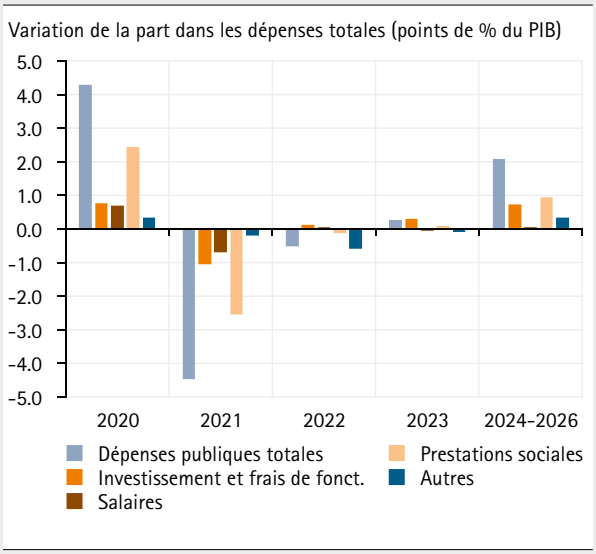
Il convient de relever que l'emploi résident se développera à côté de l'emploi frontalier. Ce dernier continuerait d'accroître sa part dans l'emploi salarié, mais très lentement (gagnant un peu plus d'un point entre 2020 et 2026, tout en restant inférieur à 50%). Pour satisfaire la demande de travail, la population résidente doit également augmenter. Le STATEC admet une hausse soutenue de la population (+2% l'an) résultant d'un taux migratoire élevé (1.6%). Entre 2021 et 2026, il y aurait 36 000 nouveaux ménages.

Le taux de chômage sur une courbe baissière durable?

Le chômage a finalement bien moins augmenté en 2021 qu'admis il y a un an (prévisions établies pour le Programme de stabilité et de croissance). Cela relève surtout d'un développement plus dynamique de l'emploi, dont la vigueur a été sous-estimée d'environ 1.5 point de %. Avec l'évolution baissière escomptée jusqu'en 2023, le taux de chômage reviendrait dans les parages des niveaux pré-crise financière (soit proche de 4%). Le STATEC voit certes une augmentation légère en fin d'horizon, mais il semble bien que la tendance haussière de long terme soit brisée (sommet atteint en 2014 avec 7% de chômage). Mis à part l'influence des facteurs conjoncturels, il est permis d'avancer au moins deux facteurs structurels tendant à diminuer le chômage:

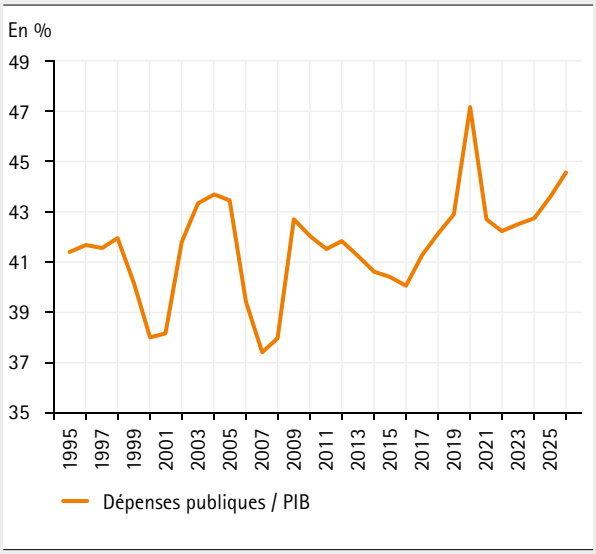
- La concurrence moins aiguë émanant de la Grande Région où le taux s'est rapproché de celui du Luxembourg en 2019/2020;
- Le besoin de main-d'œuvre élevé qui joue en faveur des chômeurs qualifiés (ou requalifiables via formations).

Graphique 13
Les effets de la crise sur les dépenses publiques effacés dès 2021



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 14
Hausse tendancielle des dépenses publiques dans le PIB



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Le ratio des dépenses publiques dans le PIB passerait de 42.7% en 2021 à 44.6% en 2026

La crise du Covid-19 avait été combattue largement et principalement au moyen des dépenses publiques (de l'ordre de 2-3 points de PIB au Luxembourg). En 2021, alors que la crise sanitaire sévissait encore, les dépenses ont déjà été réduites, et le STATEC ne s'attend pas à un changement d'orientation notable en 2022, de sorte que les parts des principales catégories de dépenses dans le PIB se stabiliseraient, du moins à court terme (graphique 13).

À partir de 2024, toutefois, certaines catégories de dépenses tendraient à nouveau à accélérer. Il s'agirait des prestations sociales, de l'investissement et des frais de fonctionnement. La part des dépenses publiques dans le PIB afficherait ainsi un petit crochet vers le haut en fin de cycle (graphique 14), mais il convient de relever que ces projections sont à politique budgétaire et économique constante. Or cette dernière ne l'est pas: elle est endogène à la situation budgétaire, économique, sociale et sanitaire. Ces projections doivent donc être considérées avec prudence: il s'agit de projections "conditionnelles".

Qui plus est, la trajectoire dépend également du dénominateur (évolution du PIB) qui décélérerait en fin de période, de sorte que le ratio "dépenses/PIB" serait mécaniquement tiré vers le haut.

Exprimées à prix constants (déflateur: échelle mobile), la hausse des dépenses publiques dépasserait 4% en fin de période et se rapprocherait ainsi de sa moyenne de long terme (+4.4% l'an). À court terme, les dépenses publiques seraient moins dynamiques. Deux éléments tendent à les freiner en particulier, mais là encore il s'agit d'hypothèses de travail:

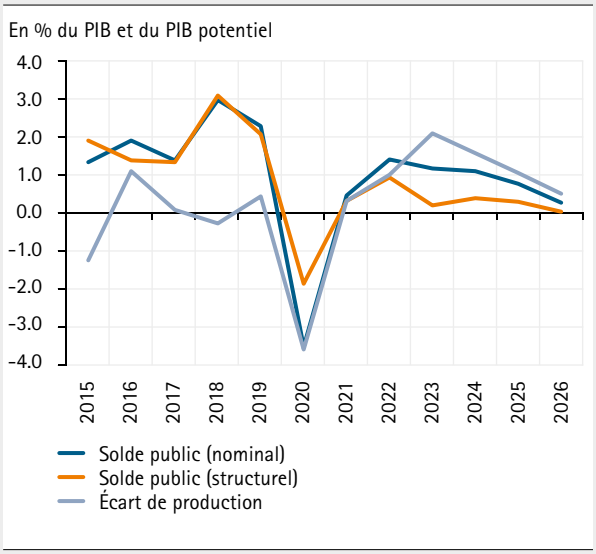
- La stabilité de la valeur du point indiciaire dans la fonction publique;
- Le freinage de l'emploi public (ce qui est dû au fait qu'en 2021, sa hausse a avoisiné les plus hauts historiques avec 4.7%).

Tableau 2
Les prélèvements sur le facteur travail comme piliers des impôts

	2022	2023	2024–2026
	Contributions en points de %		
Impôts sur les ménages	3.4	2.7	1.6
Impôts sur les sociétés	0.9	0.3	0.6
TVA	0.9	0.8	0.6
Accises	0.4	0.5	0.1
Taxe d'abonnement	0.3	0.1	0.2
Cotisations sociales effectives	2.1	1.9	1.0
Autres impôts	0.3	-0.1	0.3
Total des impôts	**8.3**	**6.4**	**4.4**

Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 15
Dégradation du solde public en fin de cycle



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Prépondérance des prélèvements fiscaux basés sur la masse salariale

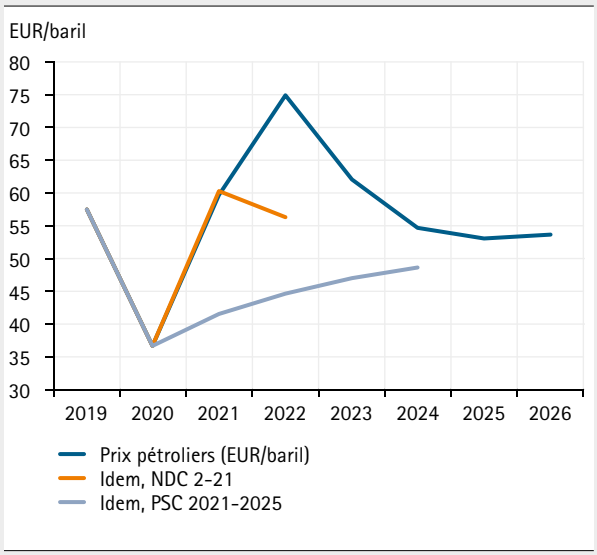
Après une très légère baisse en 2020, les impôts (y compris les cotisations sociales effectives) avaient rebondi fortement en 2021, dans le sillage de la reprise économique (+11.5%, mais ce chiffre pourra encore être révisé). Sur l'horizon de projection, la hausse s'essoufflerait graduellement, passant de plus de 8% en 2022 à environ 4% à moyen terme.

Les catégories contribuant le plus à la hausse des impôts sont celles liées à l'emploi: impôts sur les ménages et cotisations sociales effectives. Leur part cumulée dans la hausse totale des impôts dépasserait ainsi les 60% sur l'horizon de projection (tableau 2). Les impôts sur les ménages en particulier affichent une dynamique forte qui tient d'une élasticité supérieure à 1 par rapport à leur base imposable (revenus des ménages moins exemptions et déductions). Cette élasticité forte tient à la non indexation régulière des barèmes d'imposition à l'inflation: une forte progression des salaires (due par exemple à de fréquentes indexations) augmente le taux d'imposition moyen, car chaque ménage individuellement passe avec une frange de ses revenus dans des tranches d'imposition dotées d'un taux marginal plus élevé. Le STATEC estime ainsi qu'une tranche indiciaire devrait rapporter environ 240 Mio EUR au fisc, aux niveaux d'impôts observés en 2022.

Le solde public devrait encore se redresser en 2022 puis se dégrader à nouveau

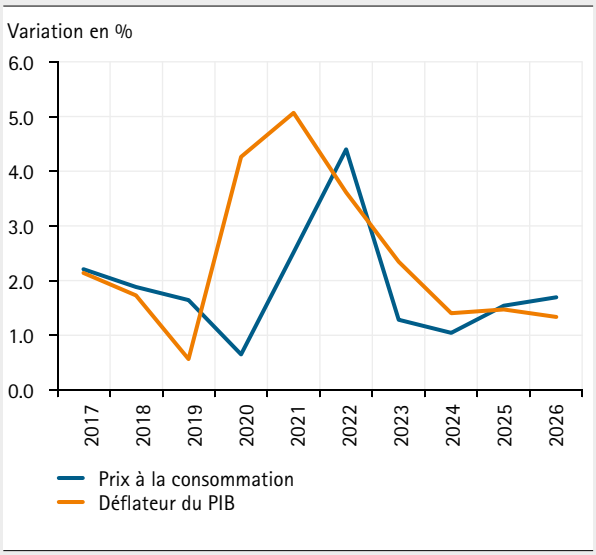
Le STATEC prévoit maintenant un solde public légèrement positif en 2021 (0% encore dans la dernière Note de conjoncture). Mais il faudra attendre l'automne 2022 pour voir les chiffres définitifs, les dépenses surtout étant soumises à des redressements. Sur fond d'une situation économique confortable, le solde sera amené à s'améliorer en 2022 (+1.4% du PIB) puis il devrait légèrement régresser, tout en restant positif, en lien avec la position cyclique qui se dégraderait à partir de 2024 (graphique 15). Les dépenses constituent la principale incertitude de cette projection, car, plus encore que les recettes, elles sont soumises à des influences notables de la politique budgétaire en particulier, économique plus largement. Il convient donc de garder le caractère conditionnel en tête, à la lecture de ces projections.

Graphique 16
Révision à la hausse des prix pétroliers



Source: Oxford Economics

Graphique 17
Poussée sur les prix domestiques



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Prix pétroliers élevés à court terme...

Le prix du pétrole a surpris à la hausse tout au long de 2021: sur fond de stocks bas, de demande robuste et de problèmes d'acheminement (en raison de la pandémie), la prévision du Brent est passée, en l'espace d'un peu plus de 1 an, de 43 EUR par baril pour 2021, dans son ensemble, à 75 EUR pour 2022. D'après Oxford Economics, le prix du brut devrait ralentir en cours d'année, au départ d'un prix spot d'environ 80 EUR observé à la mi-février, en raison d'une demande moins forte et d'une accélération de la production. Nonobstant, le prix d'équilibre à moyen terme serait supérieur de 5 EUR/baril aux projections précédentes (55 au lieu de 50).

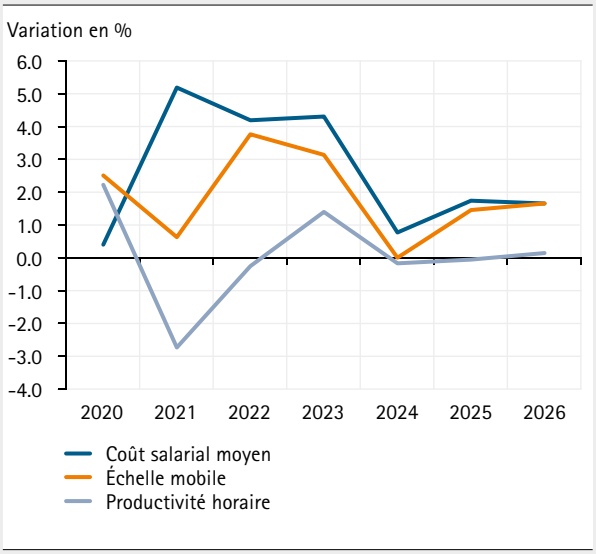
Les prix pétroliers ne sont pas les seuls qui s'envolent. Le prix du gaz semble actuellement déconnecté, alimenté par ailleurs par les tensions géopolitiques en Europe de l'Est. Mais c'est toute la panoplie des matières premières qui voit ses prix augmenter, et les effets commencent à se faire sentir au niveau des prix finaux et de l'inflation sous-jacente. À moyen terme cependant, l'hypothèse que les poussées inflationnistes vont disparaître et que les banques centrales arriveront à maintenir les anticipations d'inflation ancrées garde la faveur des analystes.

... mais pas de spirale inflationniste à moyen terme

Au Luxembourg également, après le choc, l'inflation devrait s'orienter vers 2%, voire en dessous:

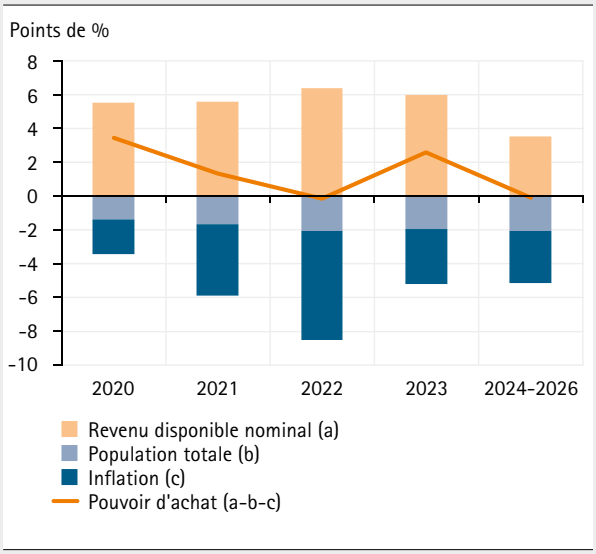
- Au niveau des prix à la consommation, déjà en 2023, l'inflation descendrait à 1.3% (4.4% en 2022) et se maintiendrait entre 1.5 et 2% sur tout l'horizon;
- L'inflation sous-jacente, qui reflète davantage les pressions domestiques, afficherait un retour plus graduel avec 2.9% en 2022 et 2.2% encore en 2023 (1.8% à moyen terme);
- Les prix de valeur ajoutée étaient déjà gonflés en 2021, ce qui tenait à la forte hausse de l'Euro Stoxx (qui se reflète dans le prix de valeur ajoutée du secteur financier) et à l'expansion des bénéfices (excédent brut d'exploitation: +17%). Le STATEC estime ainsi que la normalisation au niveau des prix de valeur ajoutée serait plus graduelle, car ces derniers reflètent davantage les prix intérieurs, par opposition aux prix à la consommation, plus fortement déterminés par les prix étrangers.

Graphique 18
Envolée de l'échelle mobile



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 19
Stagnation du pouvoir d'achat à moyen terme



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

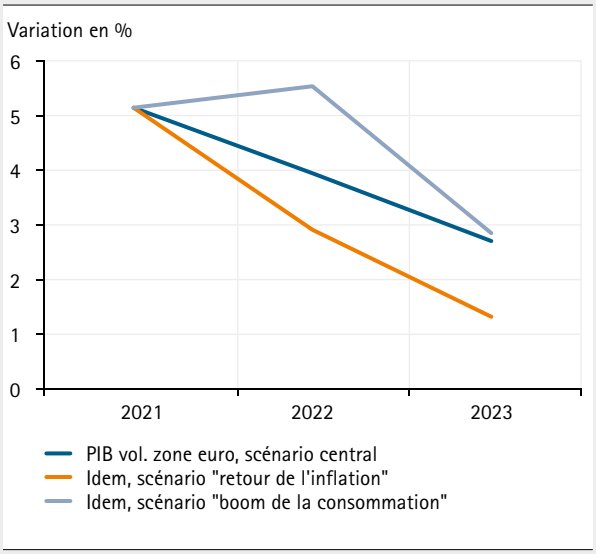
2022 et 2023: hausse cumulée record de l'échelle mobile

Au niveau macroéconomique, les salaires sont déterminés principalement par la productivité (ici horaire) et l'échelle mobile (EMS, sur laquelle se base l'indexation automatique des salaires). Dans ses analyses conjoncturelles récentes, le STATEC n'a pas détecté de tensions notables sur les salaires, et il n'anticipe pas de telle éventualité, mis à part les mécanismes usuels à l'œuvre. Ainsi, il faut voir la poussée en 2021 en lien avec des effets de rattrapage post-crise tandis que les années 2022 et 2023 seront marquées par l'envolée de l'EMS (hausse record cumulée sur deux ans depuis 1995). On peut estimer que la baisse du chômage ajouterait entre 1.5 et 2 points de % de croissance aux salaires dans le secteur marchand entre 2022 et 2024. Ces tensions disparaîtraient toutefois sur un horizon plus lointain, lorsque le chômage cesserait de baisser. Par ailleurs, la trajectoire de la productivité a été perturbée par la crise, et elle freinerait fortement en fin de période, sur fond de ralentissement conjoncturel.

Un pouvoir d'achat élevé et en expansion (du moins jusqu'en 2023)

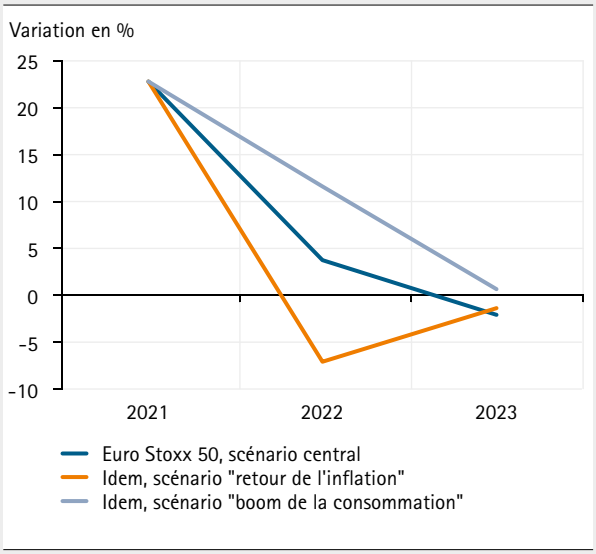
Le pouvoir d'achat avait été gonflé en 2020 (+3.4%) par les mesures de crise, avec un effet (qui reste à confirmer sur base de données plus robustes des comptes nationaux) de probable surcompensation (hausse annuelle moyenne de 1% environ). En 2021, l'inflation aurait commencé à mordre, en tirant le pouvoir d'achat vers le bas alors que l'expansion du revenu disponible est restée conséquente, et en ligne avec la moyenne historique. Sur les années de prévision les plus proches, à savoir 2022 et 2023, l'évolution du pouvoir d'achat restera déterminée par le rythme d'inflation, mais accuserait une hausse moyenne deux fois plus faible que celle de 2020/2021. À l'horizon 2024-2026, il n'y aurait quasiment plus de hausse du pouvoir d'achat, avec comme principal facteur explicatif le ralentissement des salaires (le tout à mesures constantes).

Graphique 20
Deux scénarios illustrant certains risques importants



Source: Oxford Economics (2022-2026: prévisions)

Graphique 21
Les marchés d'actions entre le chaud et le froid en 2022



Source: Oxford Economics (2022-2026: prévisions)

Scénario défavorable: retour de l'inflation

Dans ce scénario défavorable, développé par Oxford Economics, l'inflation progresserait dans un contexte de hausse des prix des matières premières (phénomène en cours) et de dérive des anticipations d'inflation (les ménages ne croiraient plus à une maîtrise de l'inflation par les banques centrales, surtout que ces dernières ne réagiraient pas dans un premier temps par des hausses de taux). Les taux d'emploi baisseraient et les rendements obligataires augmenteraient à court terme tandis que les actions chuteraient. Dans ce cas de figure assez extrême, la croissance mondiale ralentirait en 2022 et 2023, avec des dommages économiques importants et persistants.

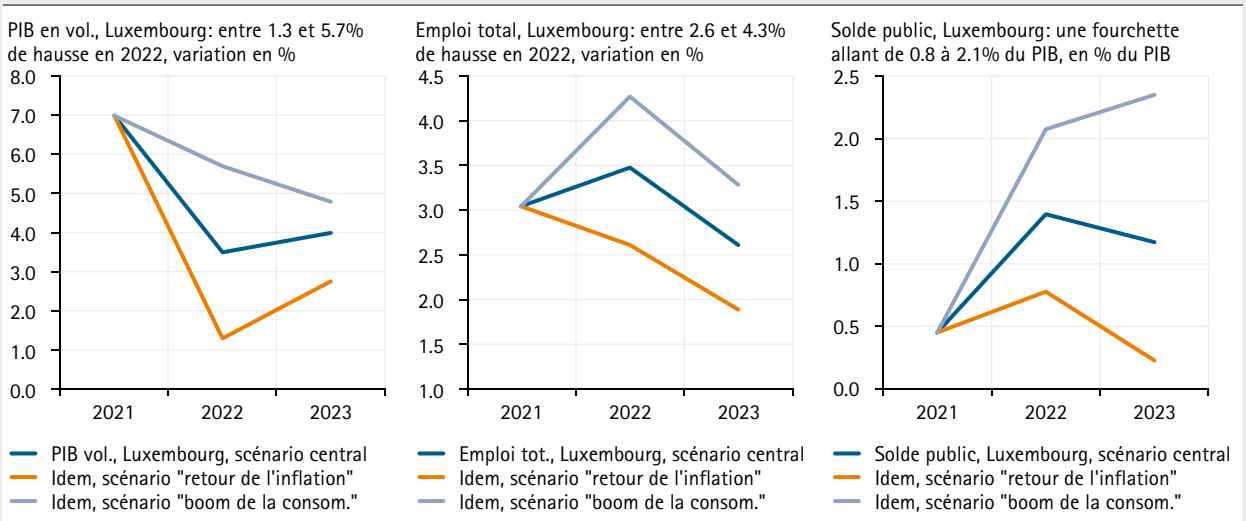
Scénario favorable: boom de la consommation

La moindre dangerosité – et bientôt la disparition – de la vague "Omicron" améliorerait la confiance des ménages et des entreprises, ce qui ferait diminuer l'incertitude économique. Les dépenses de consommation des ménages progresseraient bien davantage (encore plus que dans le scénario central), profitant de l'épargne accumulée pendant la pandémie. Dans ce scénario, Oxford Economics admet un durcissement plus précoce de la politique monétaire, durcissement qui resterait graduel. Les cicatrices économiques de la pandémie resteraient limitées.

Focus sur les deux premières années de choc

Le STATEC a décidé de ne montrer que les résultats des deux premières années de choc. En effet, du fait de la façon dont les chocs sont construits, après un écart initial par rapport au scénario central (la phase aiguë du choc), les principales variables reviennent en général en niveaux, vers celui-ci (ou y convergent progressivement). Par conséquent, pour que cette convergence en niveaux se réalise, dans le cas d'un choc positif, les taux de croissance (du PIB en vol., par ex.) doivent tomber en dessous de celui du scénario central. Or cet effet de ciseaux est souvent difficile à interpréter. Qui plus est, les deux années sous revue sont celles qui comptent le plus pour l'analyse conjoncturelle et la prévision. Il a donc été intuitif également de ce point de vue de se concentrer sur ces deux années.

Graphique 22
Des évolutions assez différenciées suivant les scénarios



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Des impacts prononcés sur les principales variables macroéconomiques luxembourgeoises

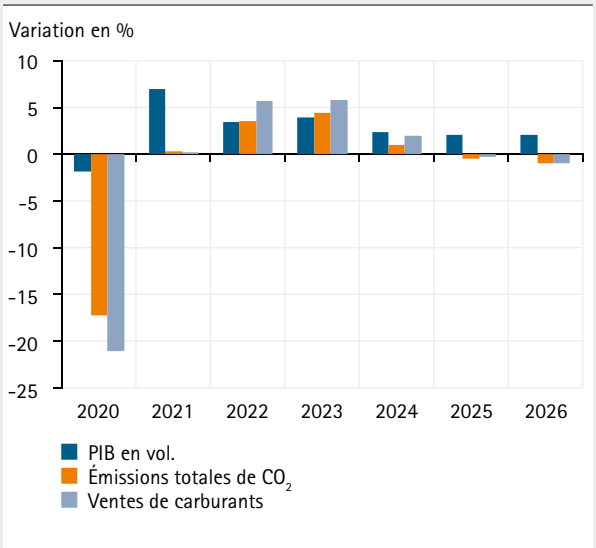
Le choc négatif (retour de l'inflation) est un peu plus prononcé en termes de variation (cumulée) de l'activité au Luxembourg: -3.5 points contre un gain de +3 points après 2 ans dans le cas de l'expansion basée sur un boom de la consommation privée.

Les deux scénarios sont marqués par ailleurs par une inflation plus élevée: dans le cas du choc inflationniste, la hausse de l'inflation est plutôt du type "cost-push" tandis que dans celui basé sur le boom de la consommation privée, on aurait tendance à parler de "demand-pull". Cette distinction explique sans doute pourquoi la Banque centrale européenne est censée ne pas réagir (avancer la hausse des taux courts) dans le cas du choc inflationniste, mais agir de la sorte dans le cas de la relance basée sur la consommation privée.

Pour le Luxembourg, l'impact sur les autres variables macroéconomiques pertinentes est plutôt symétrique:

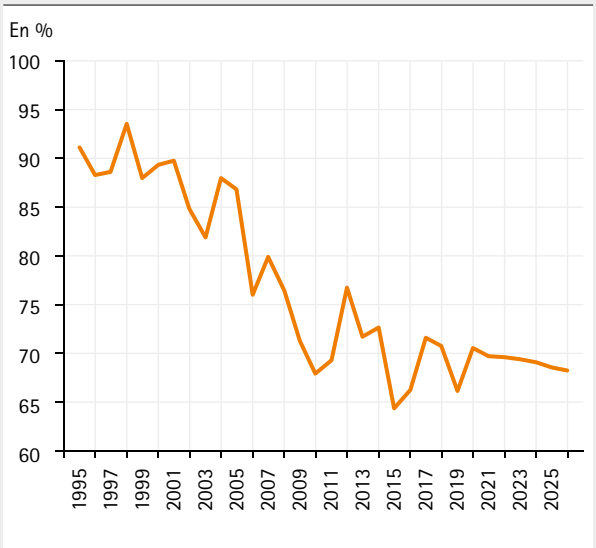
- Dans le cas du choc défavorable, environ 11 000 emplois seraient perdus, en cumul, sur les deux premières années, tandis que dans le cas du choc favorable, 12 000 pourraient être gagnés;
- Le taux de chômage oscillerait de part et d'autre du scénario central à hauteur d'environ 0.6-0.7 point de %;
- L'intervalle pour le solde public irait de 0.8 à 2.1% du PIB en 2022 et de 0.2 à 2.3% en 2023; cet éventail large s'explique aussi par le fait que dans le cas d'une variable en niveaux, les écarts (au scénario central) sont cumulatifs;
- Dans le cas du scénario inflationniste, les dépenses publiques se situeraient plus ou moins au niveau de celles du scénario central: elles sont tirées vers le haut par les prix et freinées par la baisse de l'activité;
- Au niveau des recettes, on constate un écart de 2 Mia EUR entre les scénario haut et bas en 2023 (soit plus de 5% du niveau du scénario central).

Graphique 23
Les émissions de CO_2 freinées



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 24
Le ratio "RNB/PIB" tendrait à se stabiliser



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Les émissions de CO_2 freinées par la taxe CO_2 et le progrès technologique

Les émissions de CO_2 sont dues pour environ 60% au transport routier et largement générées par les exportations de carburants. Le reste provient des activités domestiques (territoriales): industrie, construction, logement, etc. Les fluctuations des émissions sont dans les faits déterminées par les ventes de carburants, beaucoup plus volatiles que l'activité domestique.

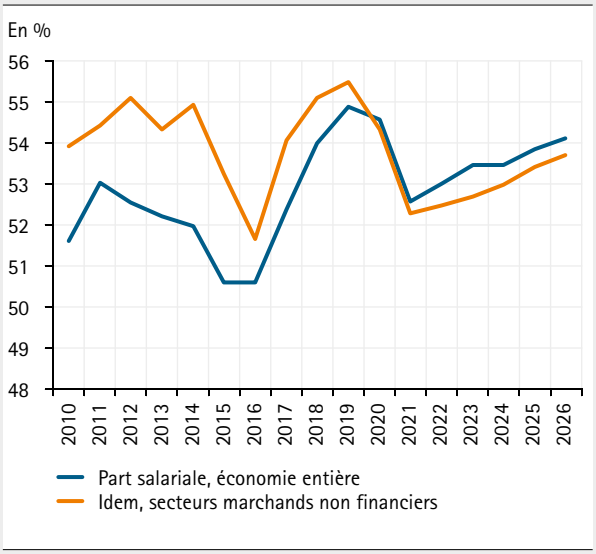
À court terme, les émissions sont freinées par la taxe CO_2 luxembourgeoise, même si certaines mesures dans les pays voisins (Belgique) tendent à diminuer l'effet de la taxe domestique. À moyen terme, l'activité économique freinée et les gains d'efficience énergétique devraient faire tendre la croissance des émissions vers zéro.

Le RNB au même rythme que le PIB (en projection)

La différence entre le PIB et le RNB (revenu national brut) est constituée par les flux de revenus de facteurs (travail, capital) de/vers l'étranger qui sont soustraits (en net) du PIB pour obtenir le RNB. Le RNB reflète ainsi mieux les revenus attribués aux résidents (entreprises, ménages), tandis que le PIB est une meilleure jauge de l'activité économique sur le territoire.

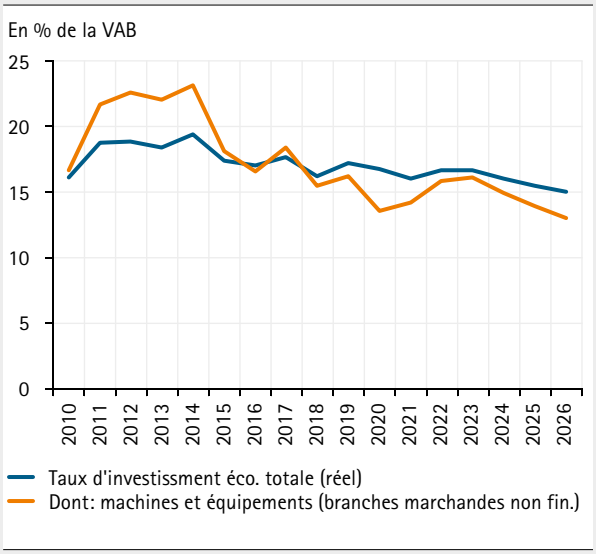
Longtemps, le RNB a crû moins vite que le PIB (graphique 24), car une partie des revenus générés par l'activité sur le territoire est allouée aux non-résidents (par ex. les salaires des frontaliers). Depuis la crise financière de 2008/2009, cette tendance semble stoppée et le STATEC entrevoit une certaine stabilisation du ratio RNB/PIB sur l'horizon de projection. Un facteur explicatif est constitué par la très faible progression de la part des frontaliers dans l'emploi, en comparaison avec la période 1995-2010. Un autre facteur potentiel est la faible croissance de l'activité projetée dans le secteur financier, en raison de la faible progression admise des indices boursiers européens, ce qui diminuerait les dividendes versés à l'étranger.

Graphique 25
La part des salaires dans la valeur ajoutée globalement stable



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Graphique 26
Poursuite de la baisse tendancielle du taux d'investissement



Source: STATEC (2022-2026: prévisions)

Rééquilibrage en perspective du partage de la valeur ajoutée

La part des salaires dans la valeur ajoutée brute (VAB) nominale présente une grande stabilité à long terme (1995-2020), mais tendrait à augmenter sur l'horizon de prévision (2021-2026). Cette augmentation serait commune aux branches marchandes financières et non financières. Dans le secteur financier, la faible croissance prévue de l'activité tendrait à comprimer la part des bénéfices (excédent d'exploitation), inversant ainsi la tendance haussière en place depuis 2015. Dans les autres branches marchandes, la part salariale a plutôt été stable sur les dernières années, mais présente une tendance haussière de long terme depuis 1995. Sur l'horizon de prévision, elle serait également en hausse. À court terme, la poussée inflationniste tendrait évidemment à l'élever, comprimant la part des bénéfices, tandis qu'à moyen terme, le ralentissement conjoncturel favoriserait la distribution des fruits de la croissance en faveur des salariés.

La hausse des taux d'intérêt pèserait sur le taux d'investissement

Le taux d'investissement a tendance à baisser au Luxembourg, mais lentement (-1 point entre 2010 et 2020, cf. graphique 26). Ce mouvement peut être expliqué en partie par la désindustrialisation (la part de l'industrie manufacturière passe de 8% en 1995 à 5% en 2020, mais elle est grosso modo stable depuis 2010). D'autre part, il peut subir l'influence de phénomènes particuliers comme le renouvellement de la flotte Cargolux, qui l'a relevé de manière passagère sur la première moitié des années 2010, ou des phénomènes de prix relatifs (les prix du matériel informatique n'observant pas la même trajectoire que ceux de la VAB, ce qui peut impacter les ratios). En tout état de cause, la baisse historique du taux d'investissement mérite des analyses supplémentaires.

Sur l'horizon de projection, le STATEC prévoit un taux d'investissement qui se stabiliserait d'abord, sous l'effet du rattrapage post-crise (forte baisse en 2020), puis diminuerait, suite au ralentissement conjoncturel. Sur cette période, il serait tiré vers le bas par la normalisation de la politique monétaire. On peut ainsi estimer qu'une hausse permanente des taux courts de 50 points de base baisserait le taux d'investissement de 1 point à court terme et de 0.2 point à moyen terme.

Annexes

Tableau 3
Résumé des projections à moyen terme

	1995-2020	2021	2022	2023	2024-2026[1]
Principales hypothèses internationales				Évolution en % (ou spécifié différemment)	
PIB zone euro (vol.)	1.6	5.1	3.9	2.7	1.2
Indice boursier européen Euro Stoxx	3.8	22.8	3.8	-2.0	0.3
Prix PIB zone euro	1.6	1.9	2.3	1.7	1.9
Prix pétroliers (USD/baril)*	54.6	70.7	86.2	73.9	67.1
Taux de change (USD/EUR)*	1.2	1.18	1.15	1.19	1.25
Taux d'intérêt à court terme EUR*	2.2	-0.5	-0.5	-0.5	0.3
Taux d'intérêt à long terme EUR*	3.7	0.1	0.5	1.0	1.6
Principaux agrégats macroéconomiques (Luxembourg)					
PIB en valeur (mia EUR)*	.	72.17	77.37	82.33	91.60
Idem, évol. en %	5.9	12.4	7.2	6.4	3.6
RNB (mia EUR)*	.	50.30	53.89	57.12	62.53
Idem, évol. en %	4.8	10.9	7.1	6.0	3.3
PIB potentiel (vol.)	3.3	2.8	2.8	2.8	2.9
Écart de production (en % du PIB pot.)*		0.3	1.0	2.1	0.5
PIB en vol.	3.1	7.0	3.5	4.0	2.2
Emploi total intérieur (1 000 pers.)*	.	486.6	503.5	516.7	553.8
Idem, évol. en %	3.2	3.1	3.5	2.6	2.3
Taux de chômage (% de la pop. active)*	4.5	5.7	4.7	4.5	4.6
Inflation (IPCN)	1.8	2.5	4.4	1.3	1.4
Échelle mobile des salaires (1.1.1948=100)*	.	839.98	871.66	898.93	927.16
Idem, évol. en %	1.8	0.6	3.8	3.1	1.0
Coût salarial moyen	2.7	5.2	4.2	4.3	1.4
Revenu disponible nominal (total)	4.8	5.6	6.4	5.9	3.5
Idem, réel	2.9	3.0	1.9	4.6	2.0
Idem, par personne (pouvoir d'achat)	1.1	1.3	-0.2	2.6	0.0
Dépenses publiques	6.5	1.7	6.0	7.1	5.3
Recettes publiques	5.9	11.2	8.3	6.5	4.5
Solde public (% du PIB *)	1.7	0.5	1.4	1.2	0.3
Émissions de CO_2	-2.0	0.3	3.6	4.4	-0.2

Source: STATEC (1995-2021: données observées ou estimées; 2021-2026: prévisions du STATEC et d'Oxford Economics)
Clôture statistique: 15.2.2022
[1] Taux de croissance annuel moyen (pour les variables exprimées en taux de croissance) ou valeur en fin de période (c.-à-d. 2026) pour les variables exprimées en niveaux (marquées d'un *)
[2] Moyenne 2005-2020

Tableau 4
Comparaison avec les projections à moyen terme précédentes

	2021	2022	2023	2024
Principales hypothèses internationales	Différences d'évolution en points de % (ou spécifié différemment)			
PIB zone euro (vol.)	0.9	-0.9	0.5	0.1
Indice boursier européen Euro Stoxx	12.8	2.9	-2.7	-0.5
Prix PIB zone euro	0.9	0.7	-0.1	0.0
Prix pétroliers (USD/baril)	19.6	31.0	15.5	5.7
Taux de change (USD/EUR)	-0.05	-0.09	-0.05	-0.03
Taux d'intérêt à court terme EUR	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Taux d'intérêt à long terme EUR	0.2	0.1	0.2	0.2
Principaux agrégats macroéconomiques (Luxembourg)				
PIB en valeur	5.7	2.4	2.2	-0.4
RNB	4.5	-0.9	1.7	0.0
PIB potentiel (vol.)	0.4	0.3	0.4	0.5
Écart de production (en % du PIB pot.)	1.1	0.2	1.1	0.3
PIB en volume	2.9	-0.5	1.3	-0.3
Emploi total intérieur	1.3	0.6	0.2	0.5
Taux de chômage (% de la pop. active)*	-1.0	-1.7	-2.1	-2.7
Inflation (IPCN)	0.8	2.6	-0.6	-0.9
Échelle mobile des salaires	0.6	1.9	1.4	-1.6
Coût salarial moyen	-0.3	1.6	2.0	-1.5
Revenu disponible nominal (total)	0.8	2.9	1.9	-1.1
Idem, réel	0.0	0.2	2.5	-0.3
Idem, par personne (pouvoir d'achat)	0.1	0.1	2.4	-0.5
Dépenses publiques	5.2	3.4	2.2	-1.1
Recettes publiques	5.2	2.3	2.2	-0.3
Solde public (% du PIB)	0.0	-0.5	-0.5	-0.2
Émissions de CO_2 (carburants)	-5.5	3.1	6.4	3.7

Source: STATEC (comparaison entre les projections actuelles et celles effectuées pour le PSC 2021-2025 publié en avril 2021)

Tableau 5
Résumé des scénarios (2022-2023)

		Scénario central		Scénario défavorable		Scénario favorable	
	2021	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**	**2022**	**2023**
Principales hypothèses internationales	Évolution en % (ou spécifié différemment)						
PIB zone euro (vol.)	5.1	3.9	2.7	2.9	1.3	5.5	2.8
Indice boursier européen Euro Stoxx	22.8	3.8	-2.0	-7.1	-1.4	11.6	0.7
Prix PIB zone euro	1.9	2.3	1.7	2.9	2.8	2.5	2.6
Prix pétroliers (USD/baril)*	70.7	86.2	73.9	97.9	84.0	94.8	83.8
Taux de change (USD/EUR)*	1.18	1.15	1.19	1.12	1.17	1.15	1.19
Taux d'intérêt à court terme EUR*	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Taux d'intérêt à long terme EUR*	0.1	0.5	1.0	1.7	2.2	0.5	1.0
Principaux agrégats macroéconomiques (Luxembourg)							
PIB en valeur (mia EUR)*	72.17	77.37	82.33	76.53	80.34	79.37	85.46
Idem, évol. en %	12.4	7.2	6.4	6.0	5.0	10.0	7.7
RNB (mia EUR)*	50.30	53.89	57.12	53.12	55.23	55.20	59.31
Idem, évol. en %	10.9	7.1	6.0	5.6	4.0	9.7	7.5
PIB potentiel (vol.)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
Écart de production (en % du PIB pot.)*	0.3	1.0	2.1	-1.1	-1.3	3.2	5.1
PIB en vol.	7.0	3.5	4.0	1.3	2.7	5.7	4.8
Emploi total intérieur (1 000 pers.)*	486.6	503.5	516.7	499.3	508.8	507.4	524.1
Idem, évol. en %	3.1	3.5	2.6	2.6	1.9	4.3	3.3
Taux de chômage (% de la pop. active)*	5.7	4.7	4.5	5.1	5.1	4.4	3.9
Inflation (IPCN)	2.5	4.4	1.3	4.8	1.6	4.7	1.6
Échelle mobile des salaires (1.1.1948=100)*	839.98	871.66	898.93	877.14	898.93	875.32	898.93
Idem, évol. en %	0.6	3.8	3.1	4.4	2.5	4.2	2.7
Coût salarial moyen	5.2	4.2	4.3	4.6	3.0	4.8	4.6
Revenu disponible nominal (total)	5.6	6.4	5.9	6.3	4.8	7.3	6.5
Idem, réel	3.0	1.9	4.6	1.4	3.1	2.5	4.7
Idem, par personne (pouvoir d'achat)	1.3	-0.2	2.6	-0.5	1.2	0.4	2.6
Dépenses publiques	1.7	6.0	7.1	6.6	6.6	6.2	7.0
Recettes publiques	11.2	8.3	6.5	7.4	5.2	10.4	7.7
Solde public (% du PIB *)	0.5	1.4	1.2	0.8	0.2	2.1	2.4
Émissions de CO_2	0.3	3.6	4.4	1.9	2.4	6.1	6.2

Source: STATEC (1995-2021: données observées ou estimées; 2021-2026: prévisions du STATEC et d'Oxford Economics)
Clôture statistique: 15.2.2022

STATEC
Institut national de la statistique
et des études économiques

www.statec.lu