

UN CYCLE D'INVESTISSEMENT (PAS SI) ATYPIQUE

Les dépenses d'investissement en logement (biens neufs) figurent parmi les agrégats les plus frappés par la hausse des taux d'intérêt. Comparativement à la zone euro, le Luxembourg semble plus touché par cette dernière, ce qui pourrait constituer un des facteurs explicatifs à l'origine du recul de l'activité en 2023.

Une hausse des taux directeurs exceptionnelle faisant plonger le crédit...

Depuis juillet 2022, le relèvement des taux directeurs de la BCE (+4.5 points de %) a conduit les banques à augmenter les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs. Le Luxembourg ayant une forte part de prêts à taux variable, les taux sur les encours de crédits y ont été ajustés plus vite et plus fortement qu'en zone euro. Sur les nouveaux crédits immobiliers, les taux sont passés de 1.5% en février 2022 (point bas) à 4.2% en septembre 2023 (4.7% pour les prêts à taux variables). Une entreprise non-financière voit le coût de son prêt s'élever à 3.6% et les taux moyens sur les encours de crédits à la consommation atteignent 3.1%.

Le resserrement de la politique monétaire a fait plonger le montant de nouveaux crédits de 60% sur un an en septembre pour les entreprises et de près de 40% pour l'immobilier. Les encours de crédits immobiliers se replient de façon inédite depuis le début de 2023 (croissance moyenne de +8% sur les dix dernières années) et les encours de prêts des entreprises du Luxembourg baissent de 6%.

...et la demande liée

Alors que la hausse de l'inflation observée depuis 2022 a été causée essentiellement par des problèmes d'offre, la seule voie pour les banques centrales pour la faire revenir rapidement vers la cible à moyen-terme (proche de 2% en zone euro) consiste en une hausse du loyer de l'argent, freinant la demande. Parmi les agrégats les plus sensibles aux taux d'intérêt, on retrouve l'investissement résidentiel, l'investissement en machines et équipements (des entreprises¹) et la consommation en biens durables des ménages. Ensemble ils constituent au Luxembourg entre 10 et 12% du PIB².

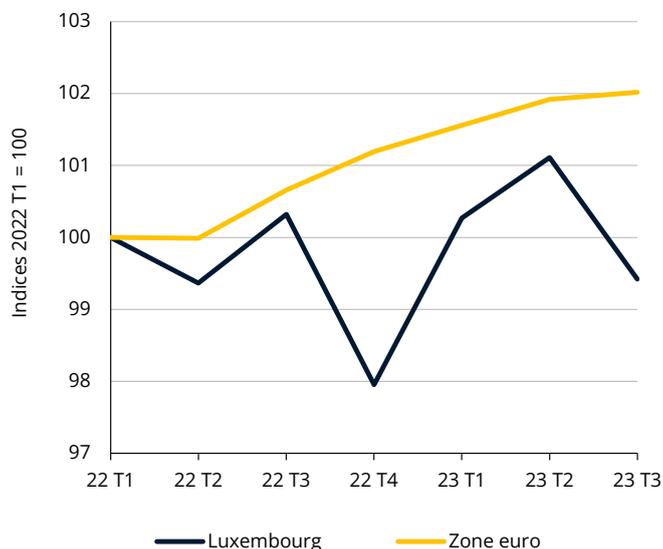
Suite à la hausse des taux d'intérêt, ces agrégats se trouvent en baisse, sauf les achats de biens d'équipement hors avions et satellites. Le logement est le plus concerné. A partir d'un point haut atteint en 2021, il a depuis diminué de 20% environ (en termes réels³). Ce point haut coïncide globalement avec le début du cycle haussier des taux, alors que pour les achats de biens durables par les ménages, la tendance baissière s'est mise en place un peu plus tard. La baisse maximale correspondante a été de près 3% et depuis le début de 2023, une légère remontée transparait.

En ce qui concerne les dépenses d'investissement en machines et équipements, il semble y avoir un effet miroir: les dépenses afférentes ont reculé jusqu'à la fin 2021 et remontent depuis (avec une baisse notable toutefois dans la 1^{re} estimation du 3^e trimestre).

¹ Hors avions et satellites.

² Les données des comptes nationaux trimestriels sont par nature estimées dans un premier temps et révisées plusieurs fois avant de converger vers leur version définitive. Ce processus peut prendre jusqu'à 4 années.

INVESTISSEMENT EN LOGEMENTS, MACHINES ET EQUIPEMENTS ET CONSOMMATION DE BIENS DURABLES



Sources: STATEC, Eurostat (données en volume, désaisonnalisées et lissées)

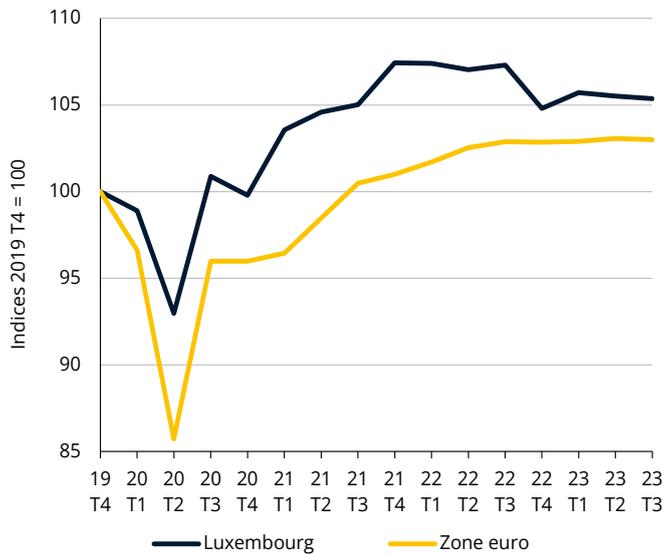
Ce comportement atypique semble être dû aux effets retardés de la pandémie: le blocage des chaînes de livraison (et de production) avait causé de grands retards dans les achats, retards qui ont été récupérés en partie par la suite. Les principaux biens concernés sont les véhicules automoteurs, avec des dépenses d'investissement progressant de presque 20% sur un an sur les trois premiers trimestres de 2023. Les effets de la hausse des taux pourraient dès lors se faire sentir avec un certain décalage encore sur l'investissement futur des sociétés non financières au Luxembourg.

En zone euro, l'investissement en logement est le seul agrégat parmi les trois à marquer un recul, en l'occurrence de près de 5.5% entre le 2^e trimestre 2022 et le 3^e trimestre 2023. La consommation de biens durables stagne, en tendance depuis 2021, alors que l'investissement en machines et équipements progresse, comme au Luxembourg. Le mouvement haussier (du total) qui en résulte semble toutefois en voie de s'estomper, avec une hausse de seulement +0.1% au 3^e trimestre. La meilleure tenue comparative de ces agrégats sensibles aux taux d'intérêt en zone euro explique sans doute en partie pourquoi le Luxembourg se démarque en 2023, avec une tendance récessive.

³ Ne sont concernés que les achats de logements (maisons ou appartements) nouvellement construits, alors que la dépression de l'immobilier concerne avant et surtout l'ancien, où les baisses de prix sont plus conséquentes.

Activité

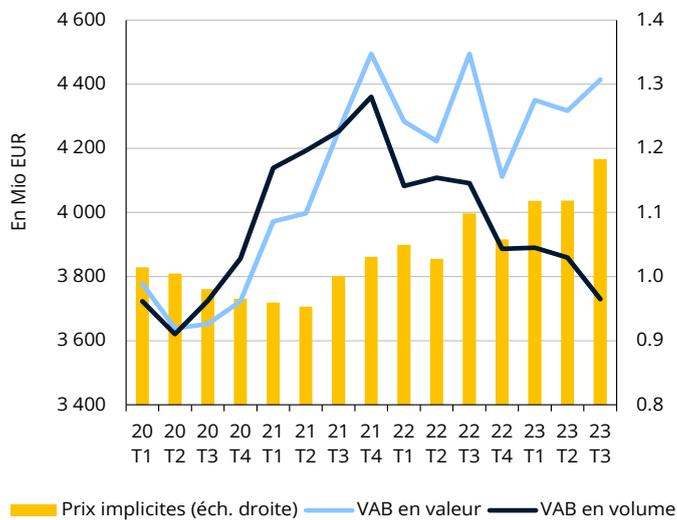
PIB EN VOLUME, LUXEMBOURG VS. ZONE EURO



Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Secteur financier

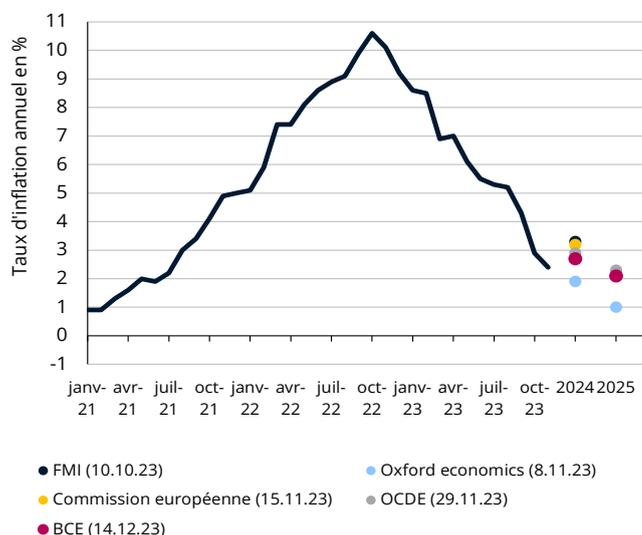
VALEUR AJOUTÉE BRUTE (VAB) DU SECTEUR FINANCIER



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

Inflation

INFLATION ET PRÉVISIONS D'INFLATION EN ZONE EURO



Sources: Eurostat (nov-23 : estimation rapide), prévisions: comme indiqué

Légère récession technique

Le PIB en volume du Luxembourg s'est légèrement replié au 3^e trimestre 2023 (-0.1% sur un trimestre). Avec déjà une baisse de 0.2% au 2^e trimestre, l'économie luxembourgeoise se retrouve donc en situation de récession technique (deux trimestres consécutifs de baisse en variation trimestrielle). Les révisions ultérieures pourraient toutefois contredire ce constat, les baisses relevées sur ces deux trimestres n'étant que de faible ampleur. Par contre, une récession sur l'ensemble de l'année (par rapport à 2022) semble inévitable : l'acquis de croissance à l'issue du 3^e trimestre atteignant -1.1%, il faudrait un rebond extraordinaire au 4^e trimestre pour y échapper, ce qui semble improbable vu le contexte récent (les enquêtes de conjoncture n'envoient pas de signaux d'amélioration prégnants jusqu'en novembre).

Le 3^e trimestre est de nouveau marqué par une baisse de la valeur ajoutée en volume pour le secteur financier (voir ci-après) ainsi que par un repli du côté des services de transports. L'activité dans la construction a continué à se détériorer, mais de manière moins prononcée qu'au 2^e trimestre. Pour l'Horeca, les services d'information et communication et l'industrie, la valeur ajoutée s'est en revanche un peu redressée.

Réduction du volume d'actifs dans le secteur financier

La tendance à la baisse de la valeur ajoutée brute (VAB) en volume du secteur financier se poursuit au 3^e trimestre 2023 (-3.4% sur un trimestre, -8.8% sur un an) et pèse sur le PIB, alors que la VAB en valeur du secteur remonte (+2.2% sur un trimestre, -1.8% sur un an). Les résultats du secteur financier sont uniquement soutenus par des effets prix (hausse des taux d'intérêt et des valorisations en bourse) qui sont neutralisés dans les estimations de la valeur ajoutée en volume.

Si les banques profitent encore de la forte hausse des revenus d'intérêt, la baisse des encours de crédits au secteur privé (-3.3% sur un an au 3^e trimestre) pèse sur la VAB en volume. Les banques dépositaires et les sociétés de gestion de fonds pâtissent quant à elles de la baisse des commissions nettes et des actifs des fonds d'investissement (-1% d'actifs nets sur un an). Les émissions nettes diminuent pour tous les types d'actifs exceptés pour les instruments du marché monétaire, plus rentables avec la hausse des taux. Côté assurance-vie, la VAB est affectée par la chute des primes encaissées depuis la mi-2022 (-17% sur un an sur les 4 derniers trimestres). Cependant, contrairement aux trimestres précédents, cette baisse des primes concerne uniquement les produits en unité de compte, alors que celles sur les produits à rendement garanti (mieux rémunérés avec la hausse des taux) sont reparties à la hausse.

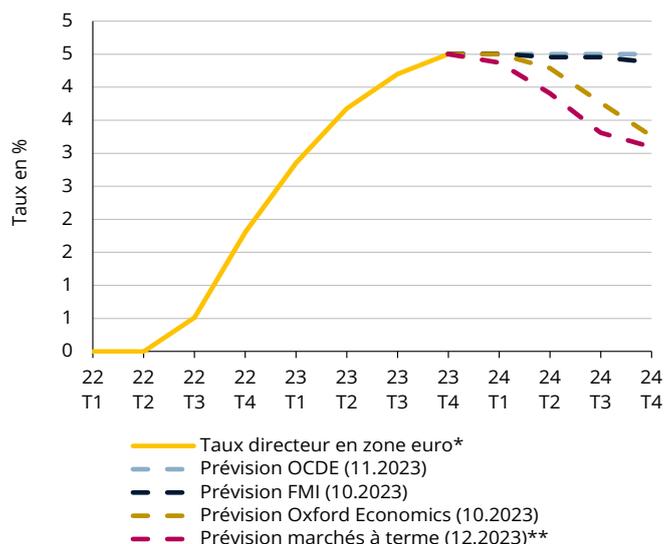
Une inflation plus faible que prévue

En novembre, les prix à la consommation ont augmenté de 2.4% sur un an en zone euro selon l'estimation rapide d'Eurostat, après +2.9% en octobre. Ce résultat conforte la tendance désinflationniste observée sur les mois précédents (le consensus était attendu à 2.7%), ce qui a fait réagir positivement les marchés financiers. Les prévisions d'octobre/novembre des institutions internationales (OCDE, Commission européenne et FMI) tablent encore sur une inflation entre 2.9% et 3.3% en 2024, chiffres qui pourraient être révisés à la baisse vu les derniers prix observés. La BCE a déjà revu ses perspectives pour 2024 (de 3.2% en septembre à 2.7% en décembre).

La baisse de l'inflation, qui avait atteint en octobre 2022 son plus haut niveau depuis plus de 40 ans, se poursuit donc résolument. Sur les derniers mois, tous les grands agrégats d'inflation sont en train de se résorber. Après la détente des prix de l'énergie fin 2022, l'inflation des biens industriels non énergétiques s'est progressivement affaiblie (depuis mars), ainsi que l'inflation alimentaire (dès avril) et finalement l'inflation des services (à partir de septembre). Ces éléments viennent affaiblir considérablement la perspective d'une spirale prix-salaire et d'une dynamique auto-entretenu de l'inflation.

Environnement financier

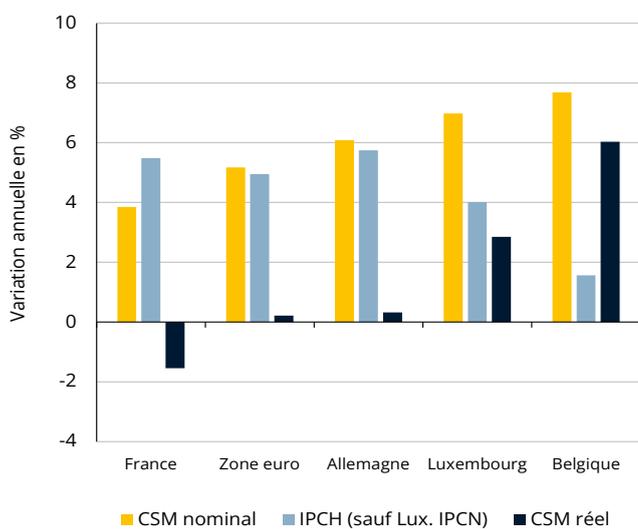
TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR EN ZONE EURO



Sources: Macrobond, prévisions : comme indiqué
 *Taux directeur sur les opérations principales de refinancement en zone euro.
 **Taux du marché monétaire en zone euro (€ster)

Salaires

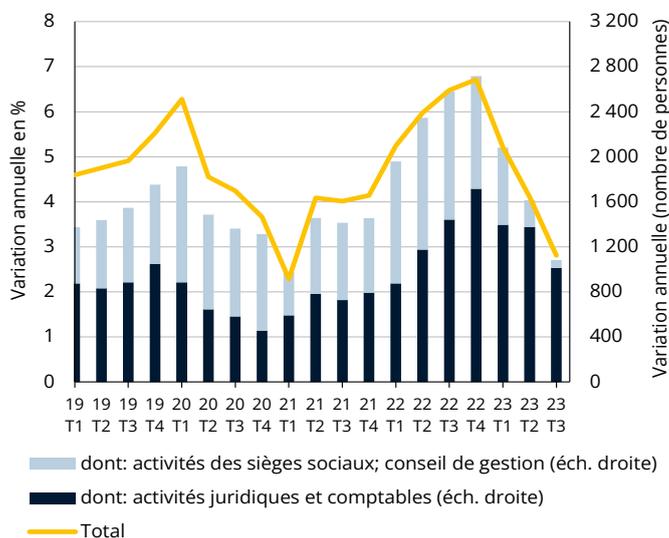
COÛT SALARIAL MOYEN (CSM) RÉEL AU 3^E TRIMESTRE 2023



Sources: Eurostat, STATEC

Marché du travail

EMPLOI SALARIÉ - ACTIVITÉS SPÉCIALISÉES, SCIENTIFIQUES ET TECHNIQUES



Sources: STATEC, IGSS

La baisse des taux pour bientôt ?

Les banques centrales de la zone euro, d'Angleterre et des Etats-Unis ont laissé inchangés les taux d'intérêt directeurs lors des derniers comités de politique monétaire. Il y a comme un consensus sur le fait que les taux directeurs auraient atteint un niveau assez restrictif et qu'il ne serait pas nécessaire de les augmenter davantage. Elles n'ont cependant pas encore indiqué à partir de quand les taux commenceront à être abaissés.

La banque centrale américaine a discuté en interne d'un calendrier de baisse de taux pour 2024 et tous les décideurs sauf trois voient des réductions d'au moins 50 points de base l'année prochaine. Si le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne n'a pas donné d'indications sur les futures baisses de taux, le net recul de l'inflation en zone euro permet d'espérer un premier abaissement des taux au cours des prochains trimestres.

Les marchés anticipent une première baisse de taux en zone euro au début du 2^e trimestre 2024, de même qu'Oxford Economics, alors que le FMI et l'OCDE prévoient que les taux ne seront abaissés qu'à partir de fin 2024 / début 2025.

Les salaires réels augmentent à nouveau en zone euro

Au Luxembourg, le coût salarial moyen (CSM) nominal augmente de 7% sur un an au 3^e trimestre 2023, légèrement plus que les trimestres précédents. L'impact de l'indexation s'agrandit (environ 6 points de % en T3) alors que les autres facteurs de hausse deviennent plus faibles. En zone euro, le CSM croît de 5.2% sur un an, légèrement moins qu'au trimestre précédent, notamment en raison d'un ralentissement du CSM en France.

Au 3^e trimestre 2023, les salaires réels augmentent pour la première fois depuis deux ans en zone euro (+0.2% sur un an). En effet, trois quarts des pays européens affichent à nouveau une croissance du CSM réel (contre un quart au 1^{er} trimestre 2023). La France est le seul pays voisin où le CSM réel continue de baisser (-1.5%), suite à une hausse relativement faible du CSM nominal et une inflation dépassant celle en zone euro (une première depuis 2020). Les salaires réels progressent plus fortement au Luxembourg (+2.8%) et en Belgique (+6%), et ce déjà depuis le début de l'année.

Malgré l'évolution positive du 3^e trimestre, les salaires réels en zone euro ont baissé de 1% sur les neuf premiers mois de 2023 par rapport à la même période en 2022. Au Luxembourg par contre, le CSM réel a augmenté de 2.7% sur cette période.

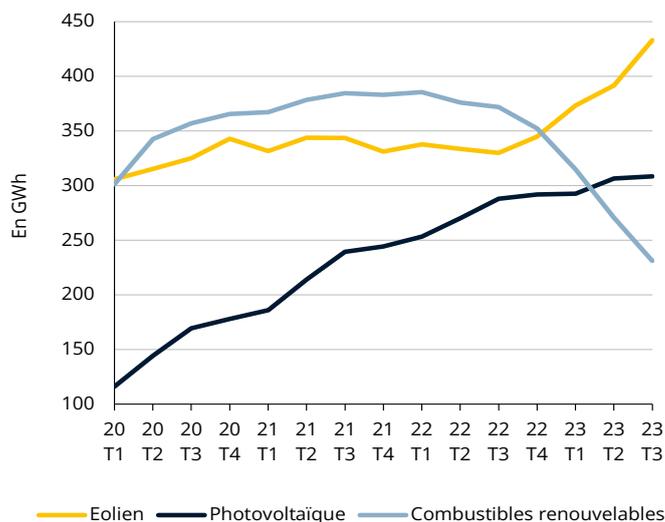
Un freinage marqué dans certaines activités de services

L'emploi au Luxembourg a fortement ralenti sur les derniers trimestres et ne progresse plus que de 0.2% sur un trimestre au 3^e trimestre 2023 (données désaisonnalisées), un rythme similaire à celui observé en zone euro (alors qu'il est à l'accoutumée supérieur au Grand-Duché). La branche des activités spécialisées, scientifiques et techniques joue - à côté de la construction - un rôle majeur dans ce freinage. Cette branche, qui fait partie des services aux entreprises, était un important moteur de croissance de l'emploi sur les dernières années (+17 000 emplois entre 2015 et 2022, ce qui correspond à près de 1/5 de la progression totale), mais ce n'est plus le cas actuellement.

Cette inflexion s'explique en particulier par les activités juridiques et comptables et les activités de sièges sociaux. Elles étaient encore extrêmement dynamiques l'an dernier (respectivement +6 et +11% pour l'emploi salarié), mais leurs effectifs ont quasiment stagné d'avril à septembre 2023 (données désaisonnalisées). Cette dégradation se reflète aussi dans les perspectives d'embauche (tirées des enquêtes mensuelles de conjoncture) qui se sont repliées à partir du début de 2023 et ne montent, jusqu'en novembre, pas de signes clairs d'une remontée.

Énergie

PRODUCTION ANNUELLE* D'ÉLECTRICITÉ RENOUVELABLE



Source: Eurostat. *Production des 4 derniers trimestres

L'éolien désormais la plus grande source d'électricité renouvelable

Depuis 2019, la production d'électricité renouvelable a surtout été marquée par une expansion de la production photovoltaïque, qui a presque triplé. En 2023, c'est cependant l'éolien qui affiche le plus fort dynamisme et devient la principale source d'électricité renouvelable au Luxembourg avec presque 450 GWh produits lors des derniers 12 mois. En l'espace d'un an, la production a augmenté de plus de 30%. Cette progression de l'éolien est entre autres attribuable à la finalisation de plusieurs projets de repowering. Avec les projets en cours, la production de l'éolien devrait continuer à augmenter dans les années à venir.

Une tendance opposée s'est cependant matérialisée pour les combustibles renouvelables, ceux-ci enregistrant une chute de presque 40% sur un an. Cette baisse est principalement due au recul de la production issue du bois de rebut, qui a représenté environ 50% de la production des combustibles renouvelables.

Tableau de bord

	mars-23	avr-23	mai-23	juin-23	juil-23	août-23	sept-23	oct-23	nov-23	Moyenne des trois derniers mois	Même période de l'année précédente
Variations annuelles en %, sauf mention contraire											
Activité											
Production industrielle par jour ouvrable, en volume	-1.4	-7.4	-7.1	-6.3	-6.6	-5.0	-10.3	...	...	-7.5	-0.3
Production dans la construction par jour ouvrable, en volume	-2.1	0.8	-2.6	-0.5	-1.1	7.1	-2.4	...	...	0.1	0.2
Chiffre d'affaires en volume du commerce de détail hors vente par correspondance et carburants	-5.1	-4.4	-3.0	3.4	-0.7	-2.3	-3.7	...	...	-2.2	1.6
Prix, salaires											
Indice des prix à la consommation (IPCN)	3.6	3.7	3.6	3.2	3.7	4.2	4.0	3.2	3.0	3.4	6.6
Inflation sous-jacente	4.7	4.9	4.8	4.7	4.9	4.5	4.3	4.2	3.9	4.1	5.0
Indice des produits pétroliers	-11.4	-13.5	-13.9	-17.4	-12.8	-1.3	-0.6	-10.8	-9.2	-7.0	30.7
Indice des prix à la production industrielle	9.7	2.5	-1.4	-3.8	1.8	1.4	1.9	-1.1	...	0.7	23.8
Indice des prix à la construction ¹	14.1	12.3	12.3	12.3	...	...	...	...	...	12.3	13.9
Coût salarial moyen par personne (CNT)	6.4	6.8	6.8	6.8	7.0	7.0	7.0	...	...	7.0	6.0
Commerce extérieur											
Exportations de biens en volume	-0.6	-0.7	-4.8	-0.2	5.0	-3.0	-1.0	1.9	...	-0.6	-0.6
Importations de biens en volume	2.5	-8.7	-2.9	-1.3	-4.5	1.3	-1.6	0.1	...	-0.1	0.4
Emploi, chômage											
Emploi salarié intérieur	2.7	2.7	2.4	2.2	1.9	1.9	1.7	1.4	...	1.6	3.3
Emploi national	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5	1.5	1.3	...	1.4	2.4
Taux de chômage (en % de la population active, cvs, ADEM)	4.9	5.0	5.0	5.2	5.2	5.3	5.5	5.6	...	5.5	4.8

Source: STATEC
Cvs - corrigé des variations saisonnières, CNT - Comptes nationaux trimestriels
1 Estimations sur base de données semestrielles

Repères

	Variation en % par rapport au trimestre précédent					
	2022 T2	2022 T3	2022 T4	2023 T1	2023 T2	2023 T3
Zone euro - Croissance en vol. du PIB (Commission européenne)	0.8	0.3	0.0	0.0	0.2	-0.1
Luxembourg - Croissance en vol. du PIB (Statec)	-0.3	0.2	-2.3	0.9	-0.2	-0.1
	Variation annuelle en %					
	2019	2020	2021	2022	Prévision 2023*	Prévision 2024*
Luxembourg - Croissance en vol. du PIB (Statec)	2.9	-0.9	7.2	1.4	1.5	2.5

* Prévisions de la Note de Conjoncture 1-23 (juin 2023)

PIB en valeur (2022)



77 529 Mio EUR

Salaire minimum mensuel (01/09/2023)



2 570.93 EUR

Prochaine indexation des salaires prévue : T3 2024

Indice des prix à la consommation (11/2023)



998.8

Moyenne semestrielle de l'indice: 997.1

Balance courante (T3 2023)



2 687 Mio EUR

Population résidente (01/01/2023)



660 809

STATEC

Pour en savoir plus

Bureau de presse | ☎ +352 247-88455 | ✉ press@statec.etat.lu
statistiques.lu

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

Restez connectés ! Inscrivez-vous à notre newsletter

