



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

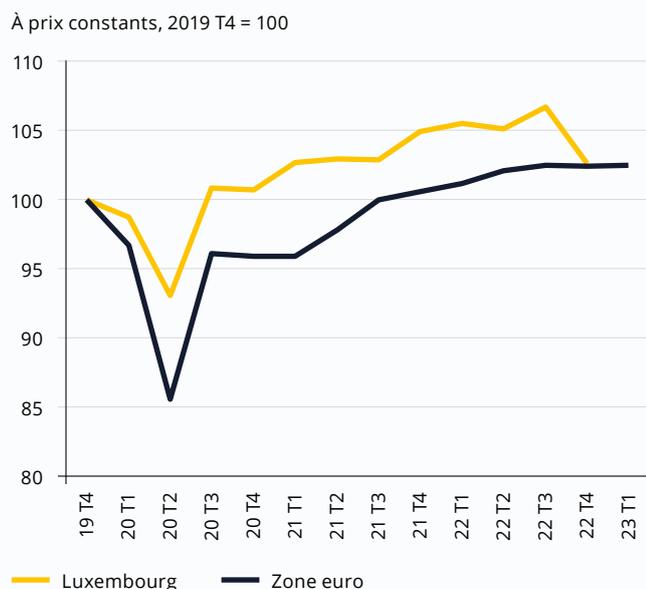


L'année 2022 s'est achevée sur un recul marqué du PIB luxembourgeois. Cette baisse au 4^e trimestre s'explique principalement par le résultat du secteur financier, même si celui-ci ne relève pas d'une tendance généralisée parmi ses acteurs, mais de phénomènes à caractère isolé. Les autres branches marchandes ont cependant aussi connu une activité moins dynamique sur la même période. La consommation des ménages s'est par ailleurs nettement repliée.

Au début de 2023, l'industrie et encore davantage la construction demeurent sur une tendance baissière. La construction est affectée par le retournement qui touche actuellement l'immobilier – recul des prix de vente, des autorisations de bâtir, des transactions et des crédits – et qui coïncide avec la forte remontée des taux d'intérêt. Du côté des services non financiers, un redressement se dessine pour certaines activités au 1^{er} trimestre, mais pas de manière aussi nette au Luxembourg que pour l'ensemble de la zone euro.

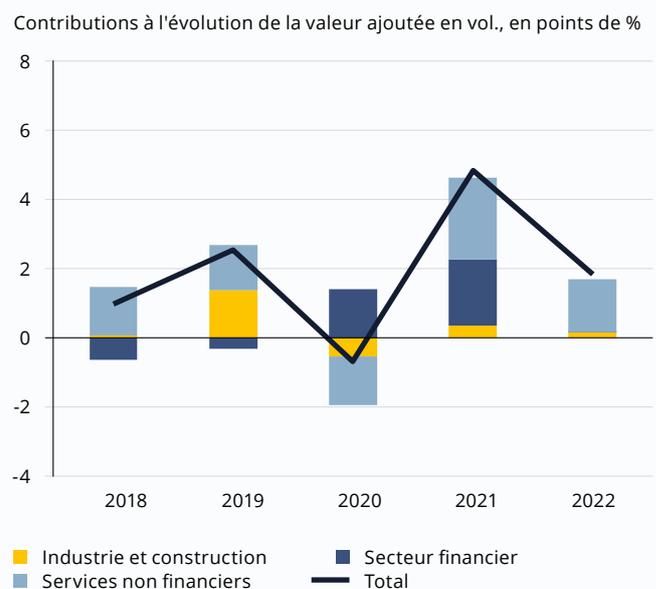
Du fait surtout du recul mentionné du PIB au 4^e trimestre 2022, l'activité luxembourgeoise devrait enregistrer une faible progression cette année, avec de nouveau +1.5%, qui se renforcerait à +2.5% en 2024. Malgré le soutien découlant des mesures adoptées à l'issue des tripartites, l'expansion prévue apparaît modérée par rapport à la dynamique historique. De nombreux risques baissiers entourent par ailleurs cette prévision, en particulier concernant la trajectoire future de l'inflation.

Graphique 2.1
Repli marqué du PIB luxembourgeois sur la fin de 2022



Sources: Eurostat, STATEC

Graphique 2.2
Une contribution nulle du secteur financier en 2022



Source: STATEC

1 Il faut savoir que dans le domaine des activités financières, beaucoup d'indicateurs de prix utilisés pour l'établissement des comptes nationaux ne sont pas directement observés en tant que tels, ils sont souvent estimés via d'autres indicateurs (par exemple, les indices boursiers ou les prix des services financiers relevés dans le cadre de l'indice des prix à la consommation) pour lesquels il faut effectuer des arbitrages, sachant que les choix méthodologiques effectués à ce niveau peuvent considérablement différer selon les pays de la zone euro.

Un repli marqué du PIB sur la fin de 2022, sous l'effet majeur du secteur financier...

Le PIB en volume du Luxembourg s'est fortement replié au 4^e trimestre, de 3.8% sur un trimestre (-2.2% sur un an). Ce résultat, combiné à ceux des trimestres précédents, porte la croissance du PIB à 1.5% pour l'ensemble de l'année 2022 (après +5.1% en 2021), soit une évolution bien moins dynamique que celle enregistrée au niveau de la zone euro (+3.5% en 2022, après +5.3% en 2021).

Cette chute marquée du PIB en fin d'année contraste nettement avec la stagnation enregistrée à l'échelle de la zone euro sur la même période. Elle provient très largement du secteur financier (-10.8% sur un trimestre), même si la plupart des autres branches marchandes ont également vu leur activité se rétracter sur la même période. Le secteur financier avait considérablement contribué à la hausse du PIB au 3^e trimestre, mais essentiellement sous l'effet de phénomènes isolés (notamment au niveau des banques) qui n'ont pas perduré, d'où un contrecoup au 4^e trimestre. Ainsi, sur l'ensemble de l'année, les activités financières n'ont fourni aucun soutien à la progression de l'activité, alors qu'elles l'avaient largement confortée en 2020 et 2021 (cf. graphique 2.2). C'est du moins le constat que l'on peut dresser pour le moment, sachant qu'il n'est pas définitif puisque les données seront soumises à des révisions ultérieures.

Ces révisions, concernant le secteur financier, viendront, d'une part, d'informations supplémentaires qui ne sont disponibles que sur une base annuelle (et avec un certain délai) et, d'autre part, de changements méthodologiques sur les indicateurs de prix utilisés pour déflater la valeur ajoutée des activités financières. Ces indicateurs ont en effet fait l'objet d'analyses visant à améliorer leur qualité¹ et sont amenés à être modifiés.

En attendant, la très forte baisse relevée au 4^e trimestre pour les activités financières ne doit pas être surinterprétée. Son ampleur correspond en effet à un repli historiquement élevé, alors que l'évolution des effectifs ou des heures travaillées de cette branche témoigne plutôt d'une bonne tenue sur la fin de 2022.

Tableau 2.1

Valeur ajoutée par branche

Nace rév. 2	Poids		Année					Trimestre			
	2022	2018	2019	2020	2021	2022	22 T1	22 T2	22 T3	22 T4	
	En %		Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Valeur ajoutée en volume											
Agriculture, sylviculture et pêche	0.2	12.3	-4.4	-3.6	0.0	3.4	5.8	3.5	2.1	2.3	
Industrie	6.9	0.1	10.9	-0.2	2.6	1.5	0.7	-7.7	1.4	-0.6	
Construction	5.1	1.3	12.9	-9.1	3.2	1.3	12.2	-9.6	-0.9	-1.7	
Commerce, transport, Horeca	14.5	-3.0	-0.6	-5.7	5.4	3.3	4.7	-0.9	-1.6	-1.8	
Information et communication	4.6	-2.5	-8.4	-10.9	-3.4	2.8	4.6	-3.0	-0.1	-3.7	
Activités financières et d'assurance	27.4	-2.3	-1.1	5.5	7.1	0.0	-3.1	3.5	4.7	-10.8	
Activités immobilières	8.2	1.5	3.0	-1.6	4.3	0.3	-2.5	1.2	-0.7	0.0	
Services aux entreprises et location	13.8	7.6	9.4	-2.1	0.2	0.9	0.8	0.2	-0.5	-3.2	
Adm. publique, défense, éduc. et santé	17.3	6.2	2.3	3.3	8.3	4.6	2.6	0.3	1.4	1.0	
Autres services ²	1.8	0.1	5.1	-6.1	13.3	3.5	-1.0	1.6	2.5	2.6	
Total	100.0	1.0	2.6	-0.7	4.8	1.8	0.6	-0.1	1.5	-3.8	

Source: STATEC (comptes nationaux)

¹ Données désaisonnalisées² Arts, spectacles et activités récréatives, services personnels, activité des ménages, activités extraterritoriales**... et du peu d'entrain affiché par les autres branches**

Hors secteur financier, la plupart des branches témoignent aussi d'une activité globalement orientée à la baisse au 4^e trimestre 2022, à l'exception de celles à dominante non marchande (administration, éducation, santé et action sociale).

Les services aux entreprises (-3.2% sur un trimestre) ainsi que ceux d'information et communication (-3.7%) ont particulièrement pesé sur le résultat d'ensemble. Pour les services aux entreprises, ce sont surtout les résultats des activités juridiques et comptables qui ont fait pencher la balance dans le négatif. Pour les services d'information et communication, ce sont ceux liés au domaine des télécommunications. Pour ces deux branches néanmoins, les données de chiffre d'affaires laissent entrevoir une meilleure orientation sur le début de 2023.

Le commerce et les transports, qui avaient déjà vu leur valeur ajoutée en volume reculer au 3^e trimestre 2022, subissent un nouveau repli au 4^e, et ce pour des raisons identiques, à savoir une baisse des résultats du commerce de gros ainsi que du transport aérien (surtout dans le domaine du fret).

Enfin, les branches du secteur secondaire – industrie et construction – ont légèrement contribué à la baisse de la valeur ajoutée sur ce trimestre, dans la lignée des tendances observées à l'échelle de la zone euro. Pour ces deux branches, il est difficile d'envisager une amélioration significative à court terme, vu l'orientation des indicateurs conjoncturels sur le début de 2023. La construction en particulier va se retrouver confrontée à une baisse de la demande pour les projets de construction résidentielle, en réaction aux signaux de retournement parvenant du marché de l'immobilier (voir ci-après).

Une baisse significative de la consommation des ménages sur la fin de 2022

L'évolution du PIB au 4^e trimestre est par ailleurs marquée par une baisse de la consommation des ménages et de l'investissement, ainsi que du solde des échanges extérieurs.

Tableau 2.2

PIB et composantes de la demande

Nace rév. 2	Année					Trimestre			
	2018	2019	2020	2021	2022	22 T1	22 T2	22 T3	22 T4
	Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Dépense de consommation finale des ménages	2.6	2.3	-7.3	9.5	2.8	0.2	0.8	1.3	-2.2
Dépense de consommation finale des adm. pub.	5.4	2.6	7.8	5.4	3.8	0.7	1.0	1.9	1.4
Formation brute de capital fixe	-7.3	9.1	-3.6	6.7	-0.5	-3.9	-1.3	-2.9	-3.5
Exportations de biens et de services	3.6	4.5	0.2	9.7	-0.6	-3.1	0.5	-0.7	-1.0
Exportations de biens	0.5	0.7	-11.2	7.4	-4.9	-2.3	-8.7	-1.1	1.2
Exportations de services	4.6	5.9	4.1	10.1	0.4	-4.6	1.0	1.8	-1.2
Exportations de services financiers	-0.1	-1.5	1.6	6.6	-2.9	-3.7	1.0	0.2	-5.1
Exportations de services non financiers	13.3	18.0	7.6	14.7	4.4	-5.5	1.1	3.7	3.2
Importations de biens et de services	3.7	5.7	-0.4	11.8	-0.9	-4.4	0.5	-1.1	0.4
Importations de biens	-0.9	2.1	-9.9	10.1	-4.3	-5.3	-3.5	-2.4	-2.9
Importations de services	5.4	7.4	3.4	11.8	0.4	-4.9	2.2	-0.4	0.7
Importations de services financiers	-0.2	-3.1	2.4	9.0	-3.5	-2.4	-0.5	-1.4	-2.2
Importations de services non financiers	11.4	17.8	4.2	14.0	3.3	-6.8	4.2	0.3	2.8
PIB	1.2	2.3	-0.8	5.1	1.5	0.5	-0.3	1.5	-3.8

Source: STATEC (comptes nationaux, données en volume)

¹ Données désaisonnalisées

2 Les biens non durables comprennent, par exemple, les produits alimentaires, les produits de consommation récréatifs comme le tabac ou l'alcool, les produits des industries pharmaceutique, chimique et cosmétique, l'énergie. Les biens semi-durables incluent notamment les articles textiles, l'habillement ou les petites fournitures de bureau.

3 La hausse de la facture énergétique entraînée par les conséquences de la guerre en Ukraine a sans doute pesé sur la consommation de ces produits, à côté du fait que les températures ont été relativement élevées en octobre et novembre 2022.

4 Un satellite avait été importé au dernier trimestre de 2021.

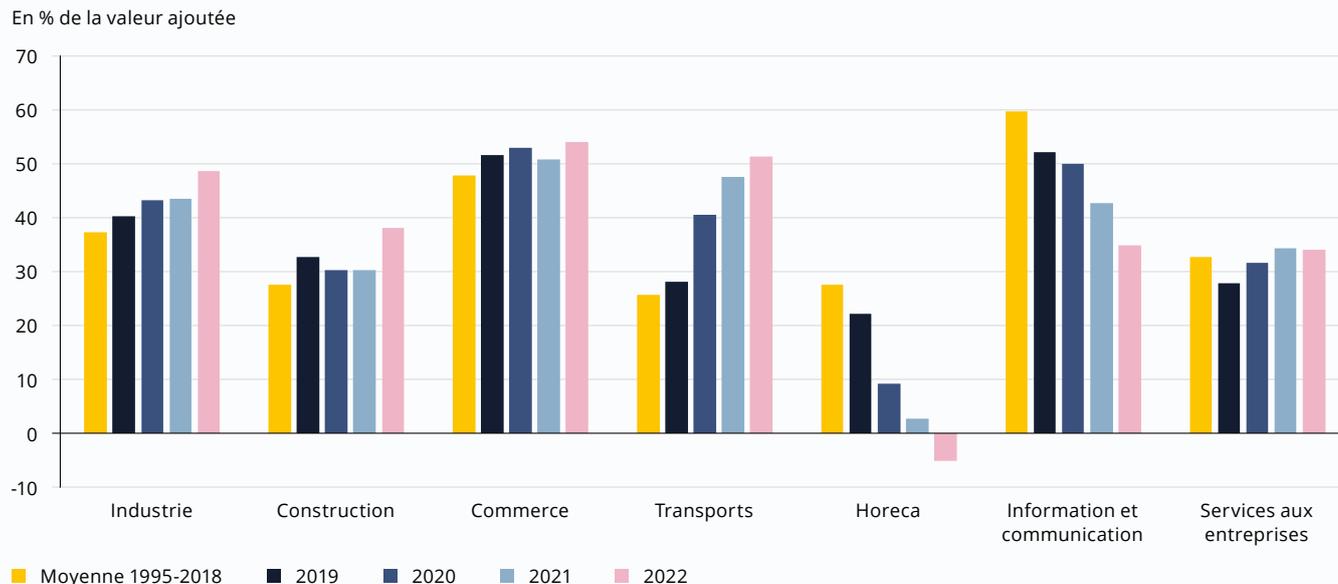
Après sept trimestres consécutifs de progression, la consommation des ménages a nettement décroché au dernier trimestre de 2022. Ce repli est également perceptible au niveau de la zone euro pour une majorité des États membres, mais le résultat luxembourgeois est particulièrement faible (-2.2% en volume sur un trimestre, contre -0.9% en zone euro).

D'une manière générale, ce recul de la consommation en Europe se constate surtout au niveau des biens non durables et, à une moindre échelle, des biens semi-durables². Les biens durables ont mieux résisté, notamment grâce à la remontée des achats de voitures dans plusieurs pays (en particulier en Allemagne). Ces tendances sont également constatées au Luxembourg, mais le Grand-Duché se démarque par un repli de la consommation de services (-2.3% sur un trimestre), alors que celle-ci a plutôt bien résisté dans les autres pays. Le moindre volume de dépenses consacrées aux services concerne en particulier la restauration, l'administration de biens immobiliers et les services financiers. Du côté des achats de biens, les principales contributions à la baisse proviennent des carburants, des combustibles liquides (dont le gaz et le mazout de chauffage³), des véhicules automobiles, des boissons alcoolisées, des vêtements et des meubles. Ces résultats se basent cependant encore sur des données partiellement estimées, en particulier concernant le partage de la consommation effectuée entre résidents et non-résidents.

L'investissement a également continué à se replier sur la fin de 2022 et, comme sur les trimestres précédents, ce mouvement provient surtout des moindres dépenses pour l'acquisition de logements. Sur l'ensemble de 2022, l'investissement affiche une baisse de 0.5%, mais si l'on exclut les avions et satellites (qui représentent la composante la plus volatile de l'investissement⁴), il montre une hausse de 5.2%, portée par les projets de construction non résidentielle et le matériel de transport.

Le solde des échanges extérieurs s'est quant à lui dégradé, principalement à cause du reflux marqué des exportations de services financiers (les importations correspondantes ont également diminué, mais dans une bien moindre mesure), reflétant sous un autre angle la mauvaise tenue des résultats du secteur financier sur la fin de 2022.

Excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée



Source: STATEC (comptes nationaux, données provisoires pour 2021 et 2022)

Fortunes diverses pour la profitabilité des entreprises en 2022

L'année passée a été marquée à la fois par une forte progression des prix et une faible progression du volume d'activité (mesuré par la valeur ajoutée). Il apparaît que certaines branches ont pu largement répercuter la hausse des coûts sur leurs prix de vente, d'autres non.

L'évolution des profits (mesurés par l'excédent brut d'exploitation⁵) peut naturellement augmenter sous l'effet de la hausse des prix, il est donc important de rapporter ces profits à la valeur ajoutée (elle aussi influencée par les prix) pour ainsi calculer l'équivalent d'un taux de marge (synonyme de la part des profits dans la valeur ajoutée). Précisons d'emblée que les évolutions relevées ici ne constituent qu'une première estimation, la valeur ajoutée⁶ étant amenée à faire l'objet de révisions ultérieures.

Sur base de ces réserves, les données disponibles indiquent notamment que:

- La profitabilité a nettement progressé en 2022 dans l'industrie; ce mouvement s'explique cependant uniquement par les industries liées à la production et à la distribution d'énergie (leur taux de marge est passé de 60% environ en 2021 à plus de 80% en 2022, alors qu'il s'est replié dans l'industrie manufacturière et les industries extractives sur la même période);
- Elle a aussi augmenté dans la construction, la hausse des prix de production (+15% environ) ayant notamment été supérieure à celle de la consommation intermédiaire (+11%), ce qui indiquerait que les entreprises de la branche – prises dans leur ensemble – ont pu répercuter plus que proportionnellement la hausse de leurs coûts de production sur leurs prix de vente;
- Les services de transport semblent avoir bien encaissé la hausse des prix des carburants (qui représentent une part importante de leurs coûts de production) et ont vu, comme en 2020 et 2021, leur profitabilité encore augmenter en 2022;
- À l'inverse, pour les services d'information et communication, la part des profits s'est résorbée pour la 3^e année consécutive;
- Pour l'Horeca enfin, les profits, déjà mis à rude épreuve en 2020 et 2021, ont cédé la place à une perte sèche en 2022; la hausse des prix de vente (+6%) y a été bien inférieure à la hausse des coûts (+17%).

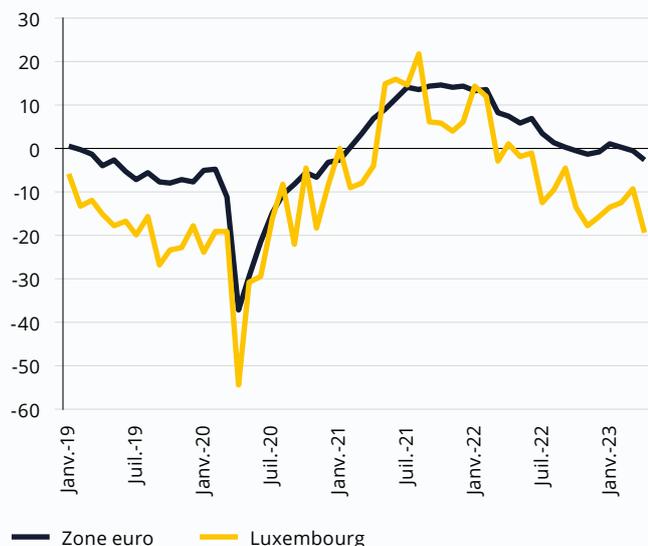
5 L'excédent brut d'exploitation se calcule comme la différence entre la valeur ajoutée et la rémunération des salariés, augmentée des subventions à la production et diminuée des impôts sur la production.

6 Celle-ci se calcule comme la différence entre la production (output) et la consommation intermédiaire (input). Si de nombreux indicateurs sont à disposition pour calculer la production, la consommation intermédiaire nécessite des informations qui ne sont disponibles qu'avec un délai relativement important et, de ce fait, elle est souvent extrapolée durant ce laps de temps sur base de ratios (entre la consommation intermédiaire et la valeur ajoutée) des dernières années pour lesquelles les données sont effectivement observées.

Graphique 2.4

Le moral des industriels à la peine

Indicateur de confiance dans l'industrie, en points

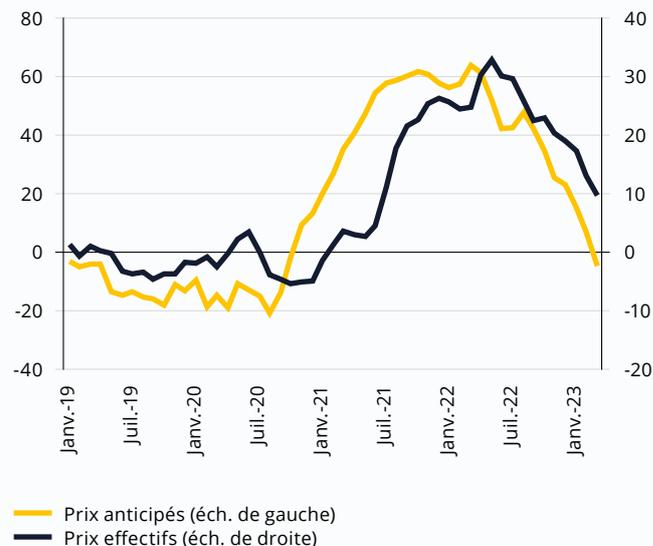


Sources: Eurostat, STATEC (dernier point: avril 2023)

Graphique 2.5

Moins de pression sur les prix des produits industriels

Solde des opinions +/- (moy. mob. 3 mois) Variation annuelle en %



Source: STATEC

La conjoncture demeure peu porteuse pour l'industrie

Au 1^{er} trimestre 2023, la production par jour ouvrable de l'industrie luxembourgeoise affiche une baisse de 4.7% sur un an (les données pour mars sont encore provisoires). Ce résultat est bien inférieur à celui enregistré en zone euro sur la même période (+0.2%), soutenu principalement par l'Allemagne (+0.8%) et l'Espagne (+1.4%) qui ont bénéficié d'un rebond de leur industrie automobile, alors que pour la plupart des autres pays les résultats sont négatifs.

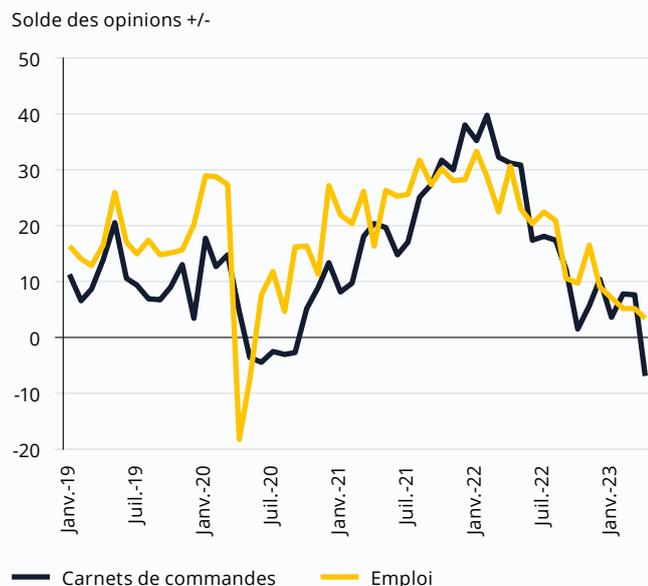
Pour le Luxembourg, la baisse de plus de 4% enregistrée par rapport au début de l'année passée provient essentiellement de quatre catégories: la production et distribution d'énergie (-9%, certainement en écho à la baisse de la consommation dans ce domaine, cf. chapitre 6), la fabrication de matériaux de construction (-35%, reflétant sans doute la nette dégradation de l'activité dans la construction, voir ci-après), l'industrie textile (-15%) et celle du papier, carton et imprimerie (-22%). L'année 2022 avait été marquée par le repli de la production métallurgique (notamment sidérurgie et première transformation de l'acier et de métaux non ferreux), mais les résultats du début 2023 témoignent à ce niveau d'une reprise assez franche. Par contre, pour les produits du verre et du plastique, la tendance baissière reste de mise à l'entrée de 2023.

D'une manière générale, les signaux envoyés par les enquêtes de conjoncture (sur base des données relevées jusqu'en avril) témoignent de tendances encore défavorables pour l'activité industrielle à l'entrée du printemps 2023. Le moral des industriels luxembourgeois s'était pourtant quelque peu redressé au cours du 1^{er} trimestre, mais les résultats d'avril témoignent d'une rechute, notamment au niveau des opinions relatives aux carnets de commandes et aux perspectives d'évolution de la production.

Les difficultés d'approvisionnement se sont largement estompées, participant (à côté de la baisse de certains prix de matières premières) à un net freinage des prix à la production qui devrait encore se poursuivre au cours des prochains mois (cf. graphique 2.5). Si les problèmes d'offre sont moindres, la demande demeure cependant faible: plus de 50% des industriels interrogés évoquent des difficultés de demande au début du 2^e trimestre, c'est moins qu'au 1^{er} (60%) mais bien plus qu'à la fin 2021-début 2022 (où ils n'étaient qu'environ 20%).

Graphique 2.6

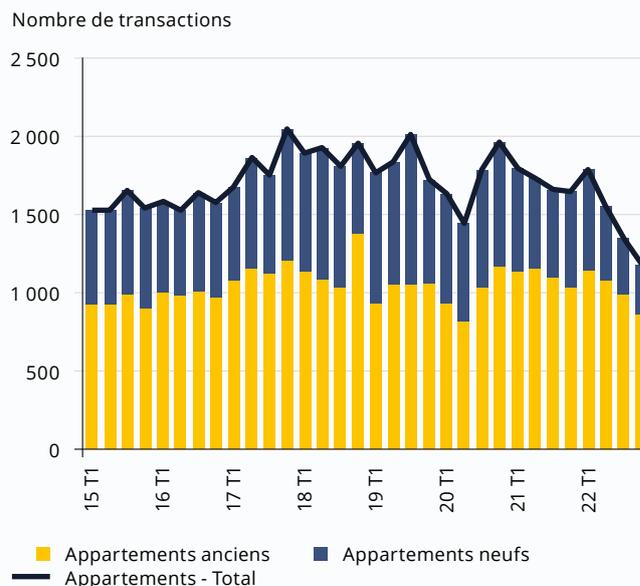
Les entrepreneurs de la construction de plus en plus pessimistes



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.7

Net repli des ventes de logements



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

Des perspectives plus que maussades pour la construction

L'indicateur de confiance des entrepreneurs de la construction du Luxembourg poursuit une tendance baissière depuis le printemps 2022 et rejoint à l'entrée du 2^e trimestre 2023 un niveau aussi bas que celui atteint au début de la crise pandémique. Cette baisse de moral s'observe aussi à l'échelle européenne, mais le mouvement y est bien moins appuyé qu'au Luxembourg.

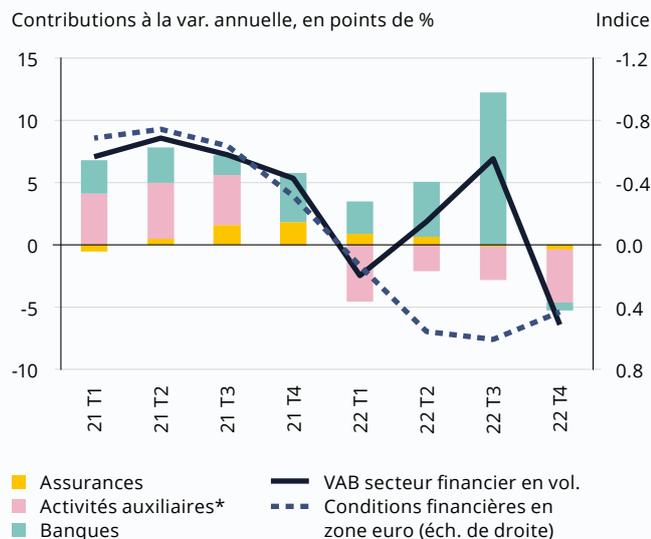
Les deux composantes de cet indicateur, à savoir les opinions relatives à l'état du carnet de commandes et aux perspectives d'emploi (cf. graphique 2.6), ont chacune nettement dévissé et viennent rejoindre leurs valeurs de long terme, alors qu'elles se situaient nettement au-dessus depuis 2017 (excepté lors de la crise sanitaire en 2020).

Les perspectives d'activité de cette branche pour les mois à venir sont particulièrement négatives. En effet, les signes de retournement affectant les marchés immobiliers en Europe tendent à se multiplier au fur et à mesure de la forte remontée des taux d'intérêt et le Luxembourg est loin d'être épargné par le phénomène. Les prix de vente des logements, après plusieurs années de forte progression (à deux chiffres), ont pour la première fois depuis longtemps diminué au 4^e trimestre 2022 et, sur base d'estimations préliminaires, cette tendance devrait se confirmer au 1^{er} trimestre de l'année en cours. Le nombre de transactions sur appartements, que ce soit pour des biens neufs ou anciens, s'est nettement résorbé au cours de 2022 et les nouveaux crédits immobiliers sont en train de s'affaïsser depuis le 2^e semestre 2022 (reflétant à la fois une baisse de la demande, mais aussi un durcissement des critères d'octroi appliqués par les établissements de crédit). Tous ces éléments affectent les perspectives d'activité de la branche de la construction, où l'évolution des effectifs montre déjà un net ralentissement (cf. chapitre 4) après des années de croissance soutenue.

D'autres indicateurs mettant en évidence le retournement du marché immobilier et celui qui en découle pour l'activité dans la construction sont présentés au travers d'une analyse approfondie dans cette Note de conjoncture (cf. étude 7.1).

Graphique 2.8

Les activités auxiliaires pâtissent de la dégradation des conditions financières

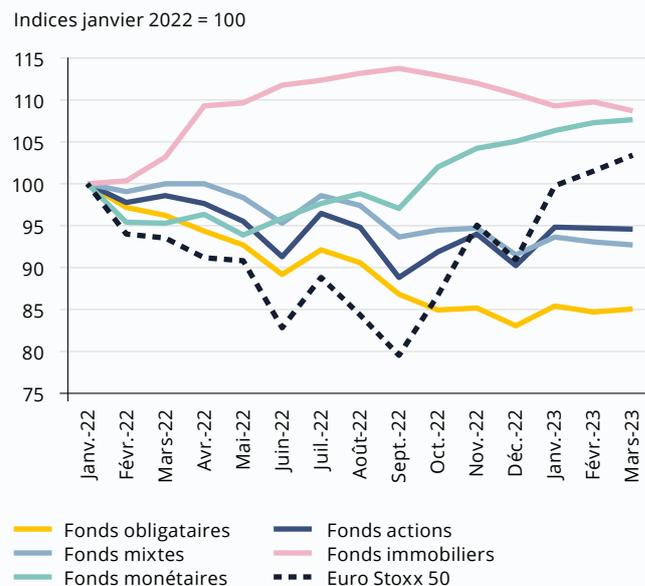


Sources: FMI, STATEC (Comptes nationaux)

* Gestion de fonds d'investissement et autres activités auxiliaires financières et d'assurance

Graphique 2.9

Actifs des fonds d'investissement au Luxembourg



Sources: CSSF, Macrobond

7 Le prix implicite de la valeur ajoutée du secteur financier a augmenté de près de 5%, porté par la hausse des prix des services d'intermédiation financière indirectement mesurés et des prix à la consommation des services bancaires. Le déflateur de prix des services financiers sera cependant révisé (cf. ci-avant).

8 Les revenus nets de commission ont été tirés à la hausse par des facteurs spécifiques et non liés aux services de gestion de patrimoine au 3^e trimestre. Les commissions nettes perçues au 4^e trimestre affichent une baisse de 30% sur un an.

9 Cf. Regards 04/23 - Impacts de la remontée des taux d'intérêt sur les banques au Luxembourg.

10 Ce ralentissement est lié à une baisse des frais de personnel au dernier trimestre et à un ralentissement des autres frais d'exploitation. La baisse des frais de quelques grandes banques pèse sur l'évolution totale.

Le durcissement des conditions financières a des effets mitigés sur les activités du secteur financier

La valeur ajoutée du secteur financier au Luxembourg affiche une croissance nulle en 2022. Cette stagnation masque de fortes divergences selon les sous-branches du secteur, mais aussi des effets prix⁷ et des effets isolés de quelques grandes sociétés qui ont enregistré des revenus non récurrents au 3^e trimestre.

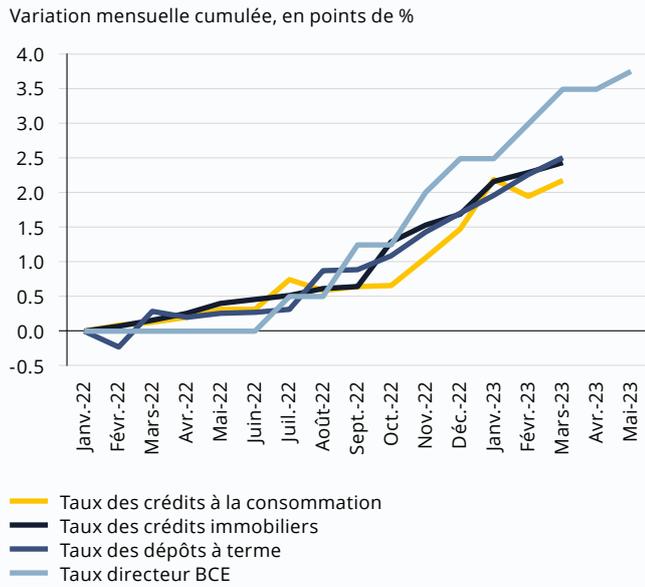
Le resserrement des conditions financières en zone euro, avec notamment la baisse des valorisations des actions et des obligations, a globalement réduit le montant d'actifs sous gestion des fonds d'investissement au Luxembourg (-14% en 2022) et a impacté les activités auxiliaires liées à la gestion de ces fonds (-11% de valeur ajoutée en volume sur un an). Les émissions nettes ont fortement diminué en 2022 (-168 Mia EUR) et ont peu augmenté au 1^{er} trimestre 2023 (+8 Mia EUR). Alors que les fonds immobiliers affichaient une hausse prononcée depuis 2015 (atteignant 5% des actifs des fonds non monétaires en 2022, contre moins de 2% en 2015), ils reculent depuis la fin de 2022, en lien avec les évolutions moroses sur le marché de l'immobilier. Depuis la fin de 2022, ce sont les fonds monétaires, plus sûrs et plus attractifs dans un contexte de hausse des taux, qui ont été privilégiés par les investisseurs (ces derniers représentent 7% des actifs des fonds au Luxembourg).

La dégradation des marchés financiers en 2022 a aussi pesé sur les primes d'assurance-vie (-17% sur un an en 2022) et sur les revenus nets de commission des banques (-0.6%⁸). Les banques ont néanmoins profité de la forte hausse des taux pour accroître leurs marges d'intérêt⁹ (+39%) et d'un ralentissement de la croissance des frais (+3.4%)¹⁰. Le résultat net du secteur bancaire avant provisions a ainsi augmenté de 22% sur un an, tandis que la valeur ajoutée en volume s'est accrue de 8%.

Le 1^{er} trimestre 2023 est marqué d'un côté par une remontée des indices boursiers, bénéfique aux actifs des fonds d'investissement (+2% sur un trimestre), mais aussi par les faillites de plusieurs banques américaines et de Credit Suisse qui ont pesé sur les valorisations des banques en bourse et qui pourraient impacter l'offre de crédits. Les grands groupes bancaires ont néanmoins bien augmenté leurs résultats au 1^{er} trimestre 2023, grâce à une baisse des provisions et un gain de revenus sur les transactions financières liées à la forte volatilité sur les marchés financiers.

Graphique 2.10

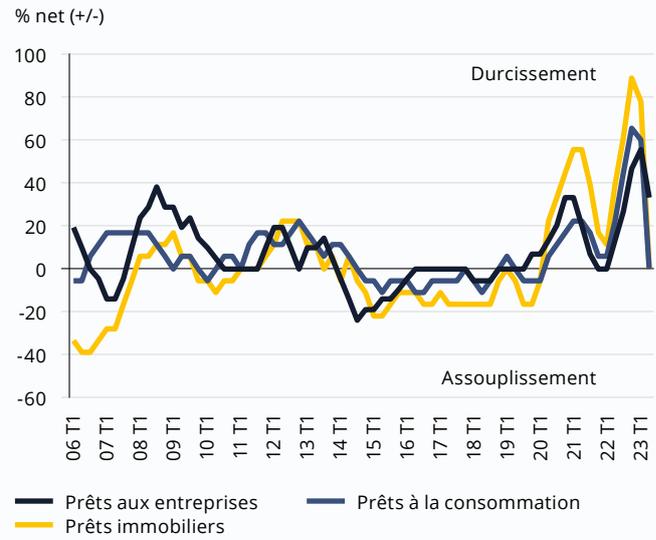
Les taux sur les crédits et dépôts vont encore grimper...



Sources: BCL (taux moyens des crédits au Luxembourg), BCE

Graphique 2.11

... et les critères d'octroi pourraient être durcis davantage pour les entreprises



Source: BCE (Enquête sur le crédit bancaire au Luxembourg, 2006 T1 - 2023 T1: moyennes mobiles sur 3 trimestres des critères observés, 2023 T2: critères prévus)

Repli historique de la demande de crédits

En hausse depuis le début de 2022, les taux appliqués aux crédits et aux dépôts à terme devraient continuer d'augmenter au cours des prochains mois, poussés à la hausse par le relèvement des taux de refinancement des banques. Les taux moyens sur les nouveaux prêts immobiliers et les taux sur les dépôts ont tous deux augmenté de 2.5 points de % entre janvier 2022 et mars 2023, alors que le taux de refinancement des banques fixé par la BCE a augmenté de 3.75 points de % entre janvier 2022 et mai 2023. Le taux d'intérêt réel à court terme se redresse, mais reste négatif à -3.8% en avril 2023, après un point bas à -9.2% en octobre 2022.

Les critères et conditions d'octroi de crédits se sont encore durcis au premier trimestre 2023, selon la dernière enquête menée en avril auprès de sept grandes banques au Luxembourg. Davantage de demandes de prêts ont été refusées pour les entreprises et pour les ménages au Luxembourg et en zone euro. Pour le deuxième trimestre 2023, les banques du Luxembourg devraient encore resserrer les critères d'octroi de crédits aux entreprises, mais n'envisagent pas de les resserrer davantage pour les prêts aux ménages.

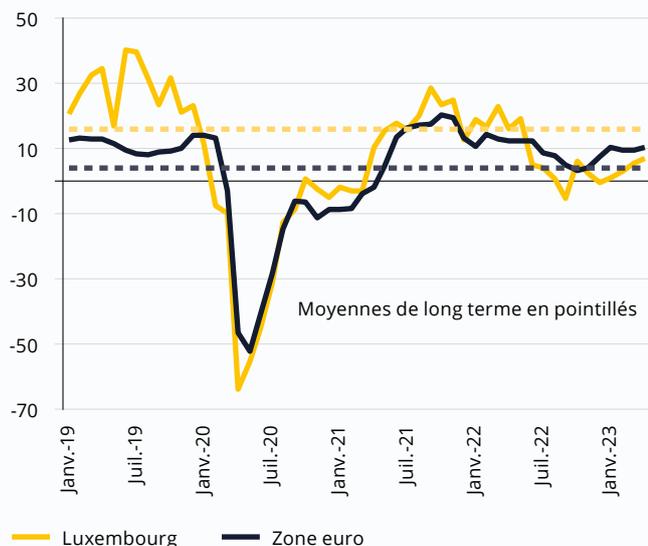
La hausse des taux, conjuguée au durcissement des conditions d'octroi de crédits, aux perspectives dégradées sur le marché immobilier (cf. étude 7.1) et aux moindres intentions d'investir, provoque une baisse historique de la demande de crédits. En février 2023, le montant de nouveaux crédits octroyés affiche une baisse de 35% sur un an pour les prêts immobiliers, de 12% pour les prêts à la consommation et de 19% pour les prêts aux entreprises. En corrigeant les encours de crédits des effets prix, on constate un repli de près de 4% sur un an des crédits aux entreprises du Luxembourg à la fin de 2022, de 6.5% pour les crédits à la consommation des ménages résidents et de 0.5% des crédits immobiliers. D'un autre côté, la hausse des taux a incité les ménages à réorienter leurs actifs, le montant de nouveaux dépôts à terme¹¹ ayant été multiplié par plus de 50 sur un an (de 60 Mio EUR en moyenne au 1^{er} trimestre 2022 à 3 300 Mio EUR au 1^{er} trimestre 2023, des montants qui n'avaient plus été observés depuis 2009).

¹¹ Des ménages résidents et des autres ménages de la zone euro dans les banques au Luxembourg.

Graphique 2.12

Le moral des services non financiers se redresse légèrement à l'entrée de 2023

Indicateur de confiance, en points

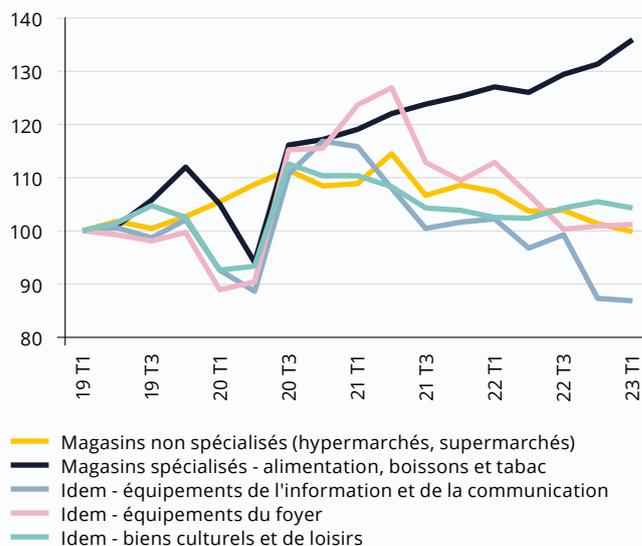


Sources: Commission européenne, STATEC

Graphique 2.13

Le commerce de détail confronté aux arbitrages en matière de consommation

Chiffre d'affaires en volume, indices 19 T1 = 100



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

12 Les enseignes généralistes (hypermarchés, supermarchés) avaient alors notamment profité de la mise sous cloche de la restauration et du développement du télétravail. La pandémie avait aussi eu pour effet de stimuler les achats de produits informatiques et de communication, de biens d'équipement (par exemple pour l'agencement d'espaces de télétravail à domicile) ou de biens de loisirs (comme des équipements sportifs).

Des signaux plus positifs pour les services non financiers

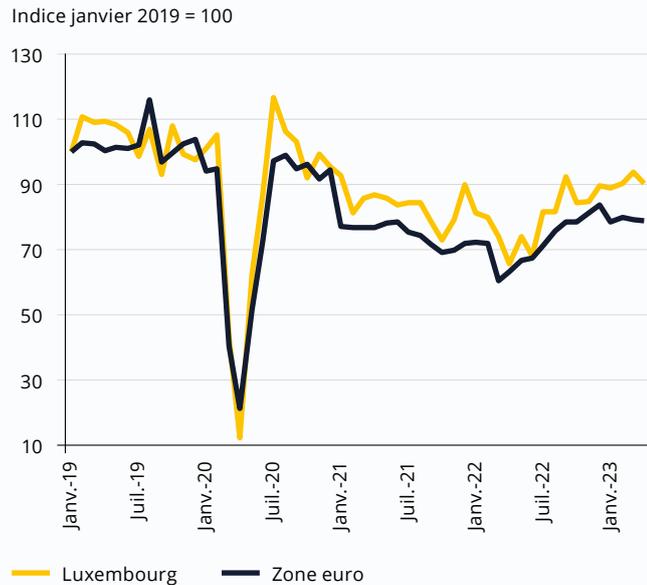
Les indicateurs de confiance des entreprises de services non financiers semblent avoir touché un point bas sur la fin de 2022 et tendent à se redresser depuis. Le mouvement semble cependant un peu moins prononcé au Luxembourg qu'en zone euro (les données luxembourgeoises sont aussi plus volatiles) et surtout l'indicateur y demeure inférieur à sa valeur de long terme. Cette remontée du moral dans les services non financiers au Luxembourg se produit surtout sous l'effet d'anticipations plus positives concernant l'évolution de la demande (les entreprises signalent également une amélioration de leur situation et demande récentes, mais d'une moindre ampleur). L'horizon semble s'éclaircir en particulier pour les services de transport, de poste et courrier, d'hébergement et les activités liées à l'emploi (qui incluent notamment les agences de travail intérimaire et les cabinets de recrutement).

Sur base des données de chiffre d'affaires en volume (qui sont encore provisoires pour le 1^{er} trimestre 2023), plusieurs catégories de services affichent un rebond par rapport au dernier trimestre 2022, notamment les services aux entreprises, l'Horeca, les services auxiliaires de transport et le commerce de gros. Pour ce dernier, qui constitue en termes de valeur ajoutée environ les deux tiers de la branche du commerce, la deuxième moitié de 2022 avait été marquée par un net repli.

Du côté du commerce de détail, le chiffre d'affaires en volume du 1^{er} trimestre 2023 enregistre une progression d'environ 1% sur un trimestre. Cette hausse provient cependant presque exclusivement des débits de carburants et de la vente à distance, car pour la plupart des enseignes traditionnelles – à l'exception des magasins spécialisés dans l'alimentation, boissons et tabac – la tendance demeure comme sur les trimestres précédents plutôt baissière (cf. graphique 2.13). Pour certaines d'entre elles, on peut certainement évoquer une certaine normalisation après la crise sanitaire¹². On peut cependant supposer que la forte poussée inflationniste subie à partir du début de 2022 a contribué à enfoncer le clou, poussant les ménages à restreindre leurs achats dans certains domaines.

Graphique 2.14

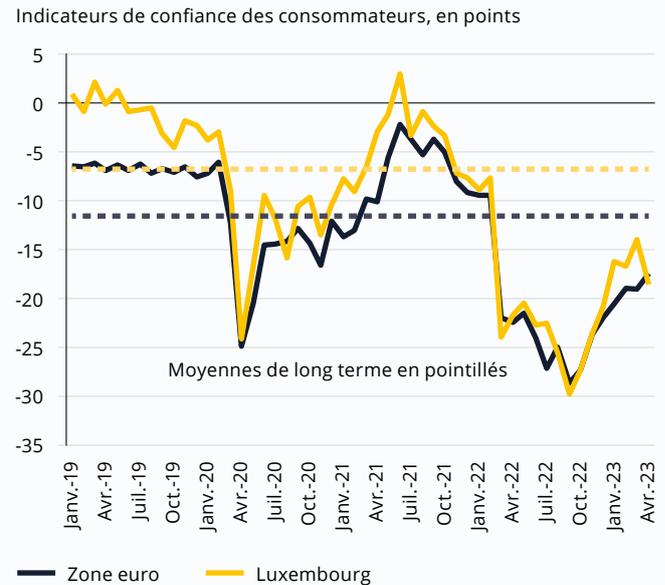
Bonne tenue des immatriculations de voitures particulières au Luxembourg sur le début d'année



Sources: SNCA, ACEA, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.15

Le moral des consommateurs se redresse (après avoir touché un point bas historique)



Sources: BCL, Commission européenne (données désaisonnalisées)

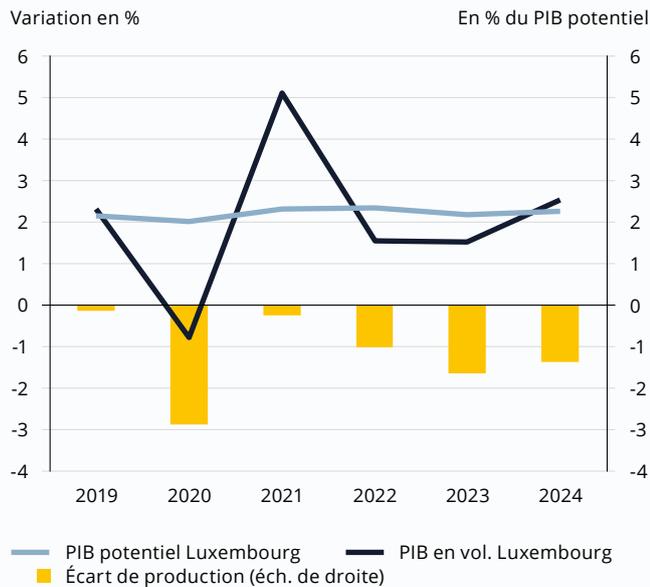
Les dépenses de consommation du 1^{er} trimestre 2023 devraient néanmoins profiter d'un rebond des ventes de voitures, les immatriculations de voitures neuves ayant progressé de plus de 5% sur un trimestre sur cette période. Au niveau de la zone euro, ces dernières montrent plutôt une stabilisation sur les premiers mois de l'année (après une baisse en janvier), mais cette tendance résulte surtout d'un repli marqué des immatriculations allemandes (en lien avec une réduction de moitié des primes pour l'achat de véhicules électriques au 1^{er} janvier), alors que dans l'ensemble des autres pays, les ventes de voitures sont, comme au Luxembourg, sur une pente ascendante.

La survenance de deux nouvelles tranches indiciaires (en février et avril) va par ailleurs constituer un facteur de soutien pour la consommation des ménages. Le moral des consommateurs s'est en tous cas significativement redressé depuis la fin de 2022, aussi bien au Luxembourg que dans l'ensemble de la zone euro (cf. graphique 2.15). Après avoir touché le fond l'année passée – même lors de la crise pandémique, il n'était pas tombé aussi bas – il se redresse sous l'effet d'anticipations bien plus optimistes concernant l'évolution de la situation économique générale et celle de la situation financière des ménages (là encore, il s'agit de tendances communes au Luxembourg et à la zone euro). Ces derniers anticipent par ailleurs des pressions moins fortes sur l'évolution des prix (cf. chapitre 3), ce qui pourrait amoindrir la constitution d'épargne de précaution.

Si les ménages ont pu sacrifier certains types de dépenses dans le contexte de forte inflation, ils ont apparemment privilégié celles relatives aux voyages de loisirs. Les statistiques touristiques en Europe font état d'un redressement de la fréquentation, qui se poursuit et qui tend à revenir vers ses niveaux pré-crise (au Luxembourg, le nombre d'arrivées de touristes sur le 1^{er} trimestre 2023 accuse cependant encore un retard d'environ 10% par rapport à la même période de 2019). À l'aéroport du Findel, le nombre de passagers affiche sur les quatre premiers mois de l'année une progression de plus de 40% sur un an (le volume de fret, par contre, se replie de 20% sur la même période).

Graphique 2.16

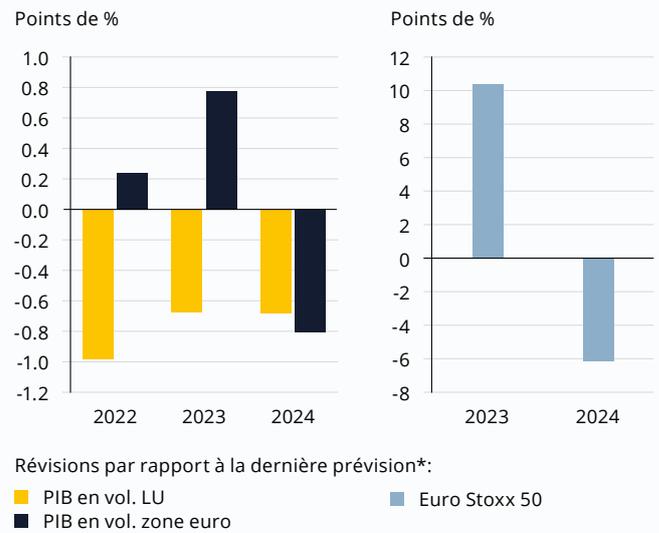
Un écart de production à dominante négative



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Graphique 2.17

Les révisions à la baisse de la croissance du PIB du Luxembourg s'expliquent en partie par les hypothèses internationales



Révisions par rapport à la dernière prévision*:

■ PIB en vol. LU
■ PIB en vol. zone euro
■ Euro Stoxx 50

Sources: STATEC, Oxford Economics (2023-2024: prévisions)

* Prévisions à moyen terme février 2023

13 Les premières estimations pour le premier trimestre 2023 ont été publiées après la clôture de rédaction de cette NDC.

14 Précisons tout de même que ces calculs se basent sur les premières estimations des comptes nationaux relatifs à 2022 et que ces derniers seront encore corrigés au moins quatre fois lors des révisions annuelles habituelles, une première fois en septembre 2023.

Prévisions: le Luxembourg à contre-courant avec un quatrième trimestre 2022 très faible, pesant sur les perspectives pour 2023

En automne 2022, sur fond de crise énergétique, les principales organisations internationales prévoyaient une récession en zone euro, sur les deux trimestres d'hiver. Six mois plus tard, force est de constater que les économies européennes ont bien résisté, et que le PIB de la zone euro aura globalement stagné, entre septembre 2022 et avril 2023, au lieu de reculer.

Au Luxembourg toutefois, d'après la première estimation, le PIB en volume aurait baissé de près de 4% au 4^e trimestre de 2022, ce qui constitue une contre-performance remarquable, même sur longue période¹³. En première conséquence, la croissance annuelle du PIB en vol. pour 2022 est corrigée à +1.5% contre encore +2.5% dans les prévisions de moyen terme de février. Qui plus est, l'acquis strict pour 2023 passe à -2.3%, hypothéquant ainsi largement, du point de vue statistique, la prévision pour 2023 dans son ensemble.

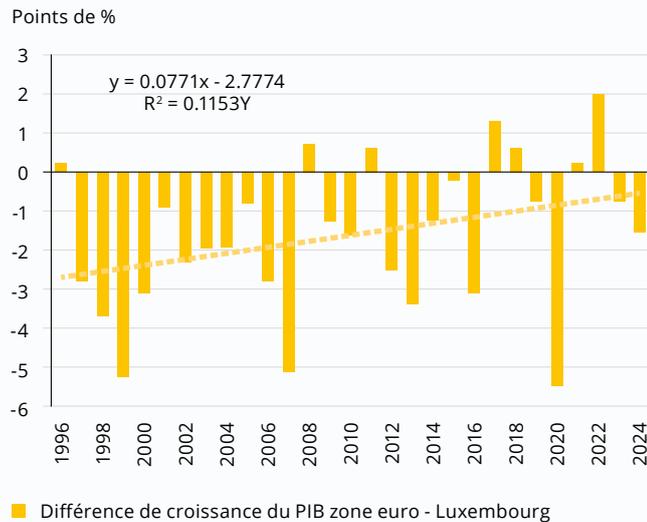
Sur base des données conjoncturelles disponibles au moment de la clôture de l'exercice de prévision début mai, un rebond au 1^{er} trimestre semble probable, estimé à environ +2% en rythme trimestriel désaisonnalisé. Mais pour arriver à la prévision annuelle retenue de 1.5% pour l'ensemble de 2023, trois éléments additionnels doivent être mis dans la balance:

- Une révision à la hausse des données de 2022-T4;
- Une croissance soutenue sur les trois trimestres restants;
- Un impact favorable des mesures budgétaires, issues des négociations tripartites.

Le STATEC estime ainsi que l'économie devrait croître de 0.75 point de % en rythme trimestriel désaisonnalisé entre T2 et T4 et que, sur base de l'historique des versions successives des comptes nationaux trimestriels, le très mauvais chiffre de 2022-T4 a de fortes chances d'être corrigé vers le haut. L'impact expansif des mesures tripartites est quant à lui estimé à environ 1 point de PIB en 2023. Si l'une ou l'autre de ces conditions ne se matérialise pas, la prévision annuelle pour 2023 est fortement compromise¹⁴.

Graphique 2.18

Les années où la croissance au Luxembourg est inférieure à celle de la zone euro deviennent plus fréquentes et l'écart historique (en faveur du Luxembourg) se rétrécit tendanciellement

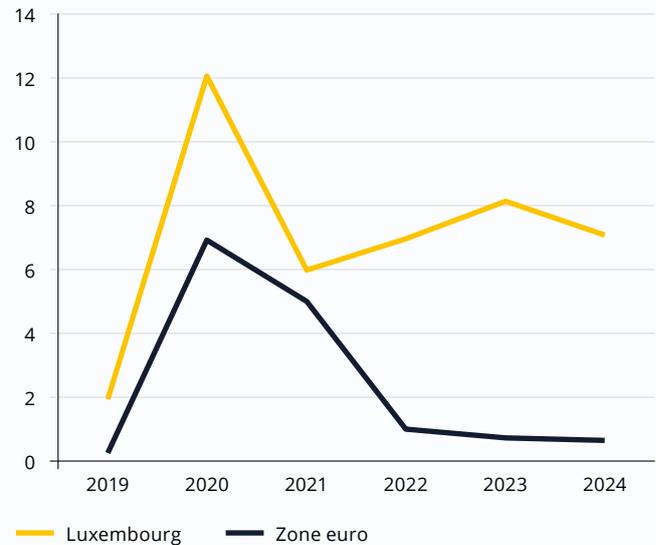


Sources: STATEC, Oxford Economics (2023-2024: prévisions)

Graphique 2.19

Le taux d'épargne des ménages au Luxembourg resterait élevé...

Dév. de la moyenne 2000-2019, en points de %



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Un rebond en 2024?

Le rebond figurant dans les chiffres annuels de 2024 est trompeur (+2.5% contre +1.5% en 2023). Dans la mesure où la prévision du PIB en volume pour 2023 est tirée vers le bas par les données observées sur la fin de 2022, celle pour 2024 bénéficie de la disparition de cet "effet de base". L'économie luxembourgeoise devrait accélérer en 2024 tout en assurant un service minimum, un peu au-dessus du rythme potentiel. La prudence est de mise dans la mesure où les prévisions internationales sont en train d'être revues à la baisse, que l'Euro Stoxx, après le rebond de 2023, baisserait à nouveau, et que les conséquences du resserrement inédit des politiques monétaires sur l'économie réelle risquent de se manifester au-delà du périmètre de l'immobilier résidentiel¹⁵.

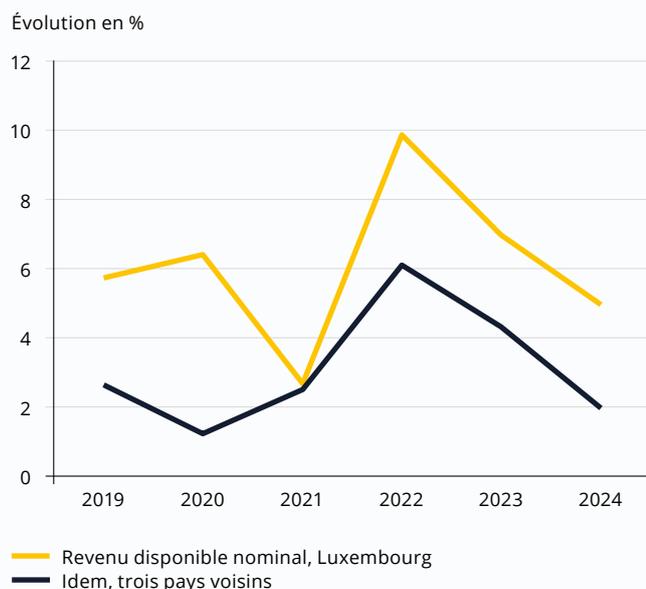
Sur la consommation finale des ménages, le rebond anticipé pour 2024 est bien tangible. Cette dernière a également été tirée vers le bas fin 2022, et le STATEC anticipe un rebond au début de 2023, sur base des indicateurs précurseurs comme les ventes de véhicules. Sur l'année, elle devrait croître de 1.5% environ en termes réels, soit moins que le revenu disponible, donnant un coup de pouce, pas forcément nécessaire, au taux d'épargne, déjà historiquement élevé. Pour 2024, le STATEC s'attend à ce que tous les facteurs ayant favorisé la consommation privée en 2021 et 2022 reviennent sur le devant de la scène (marché du travail résilient, pouvoir d'achat maintenu voire renforcé, confiance restaurée) de sorte à ce qu'elle puisse croître à nouveau de 3.5%, réduisant au passage le taux d'épargne.

Après une quasi-stagnation en 2022, le STATEC s'attend à ce que la formation de capital (investissement en infrastructures, logement et biens de production) baisse en 2023, mais puisse également rebondir en 2024.

La baisse de 2023 serait due en partie au logement (-10%) sur une pente descendante depuis bien des années, en lien avec le ralentissement de la croissance de la population, et enfoncée récemment par la hausse des taux. Pour les entreprises, l'obtention d'un crédit ou le coût de ce dernier jouent moins que pour les ménages dans la planification de leurs dépenses d'investissement. Le cycle d'activité et les perspectives de production comptent autant.

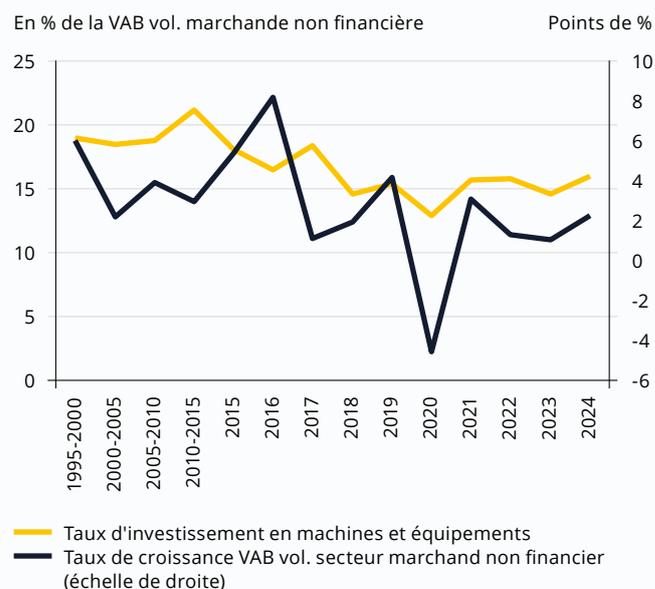
¹⁵ Il y a lieu de noter que les principales organisations internationales, tout comme Oxford Economics, n'anticipent à ce stade pas d'effets négatifs substantiels découlant du resserrement des politiques monétaires. Cela voudrait dire que les autorités monétaires viseraient juste, en arrêtant à temps les hausses des taux directeurs, de façon à ne pas compromettre les flux de crédits vers l'économie réelle et l'expansion continue et modérée de l'activité (exception faite pour l'immobilier résidentiel qui subit déjà largement la hausse des taux). Cela signifierait aussi que le secteur bancaire et les marchés financiers digèrent bien ces hausses, qu'un "credit crunch" reste en dehors du périmètre du scénario le plus probable sur les 6 prochains trimestres, et que des risques systémiques financiers ne se manifesteront pas.

Graphique 2.20
... alimenté par un revenu disponible nettement plus dynamique que dans les pays voisins



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Graphique 2.21
Le taux d'investissement en machines et équipements se stabiliserait à un faible niveau historique



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

16 Cf. chapitre 5 (Finances publiques).

17 Elles n'ont, par exemple, pas baissé en 2020/2021, lors de la crise sanitaire, contrairement à de nombreux autres agrégats macroéconomiques.

Voilà pourquoi le STATEC, sur base du cycle conjoncturel dans les branches marchandes non financières, anticipe une baisse des achats de machines et d'équipements en 2023 (-5%) et un rebond en 2024 (+13%). Le taux d'investissement pourrait ainsi se stabiliser voire augmenter à nouveau légèrement, après une baisse tendancielle de longue date, en lien avec une activité également de moins en moins dynamique dans ces branches (en comparant les dernières années avec la période 1995-2015, cf. graphique 2.21).

L'investissement serait également et avant tout maintenu à flot par les dépenses publiques en infrastructures¹⁶. Comptant pour près de 30% du total, contre moins de 20% il y a dix ans, les perspectives dessinées dans le Pacte de stabilité et de croissance (en nominal: +15% en 2023, +7% en 2024, après +8% en 2022) constituent la seule ancre de stabilité face à des dépenses d'investissement privées subissant les aléas économiques.

Les exportations de biens essuieraient la baisse de la demande étrangère, reculant de 3,5% après -5% déjà en 2022. 2024 verrait un rebond toujours dans le sillage de la demande étrangère qu'Oxford Economics voit progresser de 3% (+7% pour les exportations luxembourgeoises de biens).

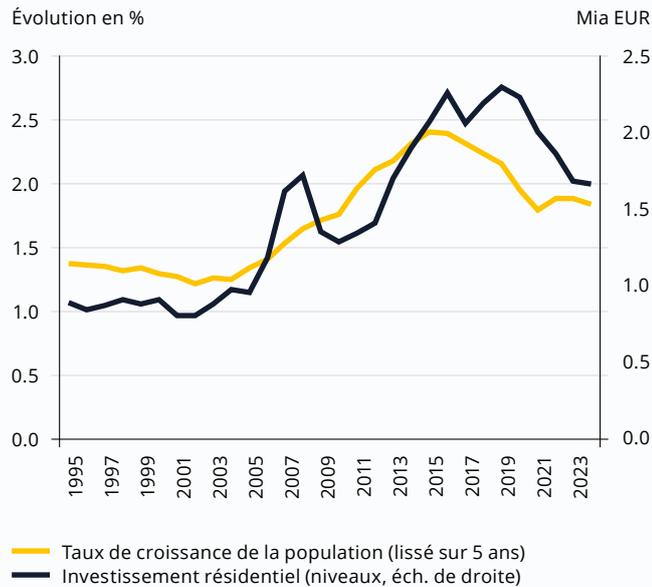
Les exportations de services non financiers sont moins dépendantes du cycle conjoncturel¹⁷, mais leur rythme d'expansion ralentit depuis 2015. Après +4% en 2022, le STATEC anticipe des hausses de 7% en 2023 et 2024, soit environ 3 points de moins que la moyenne historique.

Les crises ont favorisé l'émergence du secteur public

On peut aborder l'implication du secteur public ou non marchand dans l'économie sous plusieurs angles de vue, et certains sont approfondis dans le chapitre 5 de cette Note de conjoncture (NDC). Dans l'optique du PIB ou de la valeur ajoutée, l'importance du secteur public n'a cessé de croître sur les dernières années, sous un double effet:

Graphique 2.22

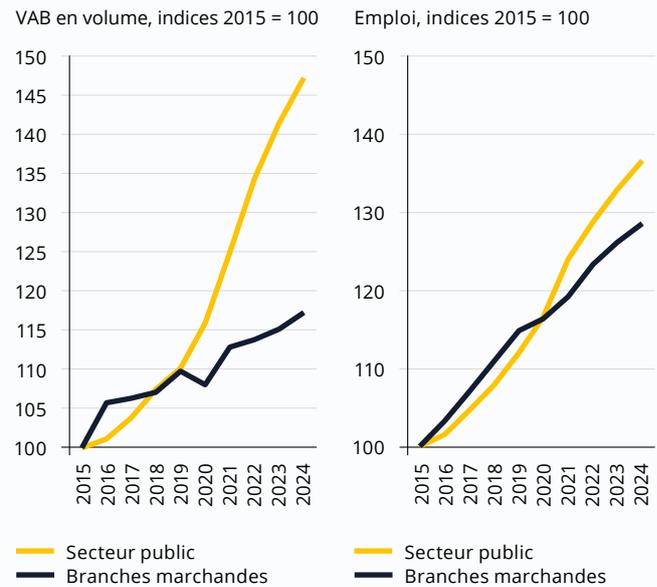
Le ralentissement de la croissance de la population freine l'investissement résidentiel depuis 2018/2019



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Graphique 2.23

Les crises ont amené un gonflement du secteur public par rapport au secteur marchand



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

- L'impact récessif des crises (Covid, énergie) sur l'activité marchande (financière et non financière), ce qui a mécaniquement augmenté le poids du public;
- Le renforcement du secteur public, d'abord en maintenant un rythme d'expansion normal (pas de coupe dans les effectifs, permission d'un déficit¹⁸), puis en actionnant le levier des dépenses pour contrer un affaissement additionnel des branches du privé (cf. ci-après la partie sur les mesures en vigueur en 2023 et 2024).

En fixant à 100 en 2015 la valeur ajoutée en volume de toutes les branches marchandes, financières et non financières ainsi que du secteur public, on s'aperçoit que le public a gagné 30 points par rapport au privé pour ce qui concerne la valeur ajoutée en volume, et près de 10 pour l'emploi. La consommation publique¹⁹ a connu un pic d'évolution en 2020, ne ralentissant que progressivement, de sorte que 2023 et 2024 seulement connaîtraient des évolutions inférieures aux tendances historiques (respectivement +3.2% et +1.7%, contre +17% de 2020 à 2022). Mais la consommation ne capte pas tous les effets liés aux mesures, dont nombre sont imbriqués dans des dépenses autres que la consommation (transferts, prestations en espèces...) ou concernent une réduction des impôts (cf. chapitre 5).

Des hausses de l'activité historiquement faibles dans les branches marchandes

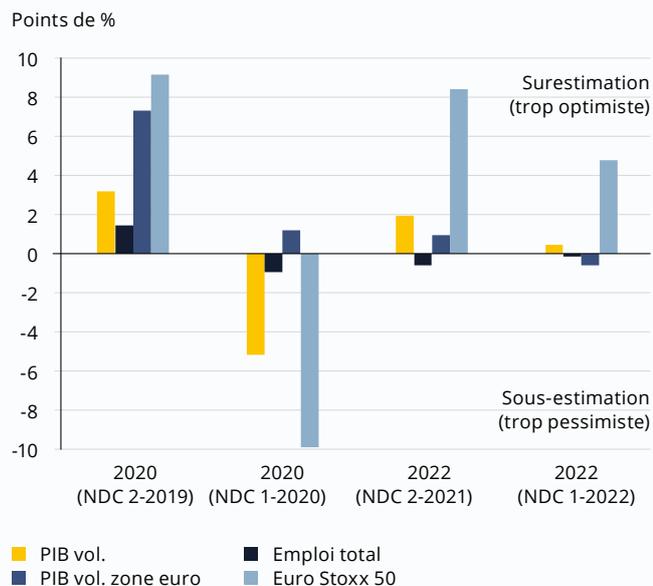
Par le passé, le secteur financier a connu deux périodes de baisse prolongée de l'activité, mesurée à l'aide de la VAB en volume: 2008-2011 et 2017-2019. En dépit de l'affaissement de l'activité sur la fin de 2022²⁰, le STATEC estime qu'une baisse annuelle devrait être évitée en 2023 et 2024, mais l'expansion serait limitée: +2.5% en cumul contre 0% en 2022. Le secteur bénéficierait de l'expansion des marchés boursiers cette année, ainsi que de la normalisation des taux d'intérêt en cours qui ont tous les deux un impact favorable sur l'activité mesurée à prix courants. La difficulté (méthodologique) consiste à distinguer les effets prix des effets volume. Le STATEC anticipe ainsi une hausse moins forte des prix de valeur ajoutée en 2023 et 2024 que lors des années précédentes. La faible expansion de l'activité réelle dans les autres branches et le recul des investissements (cf. logement) pèseraient en revanche sur les opportunités de réalisation de marges d'intermédiation via les crédits.

¹⁸ Grâce notamment à la mise en veille des règles européennes de surveillance budgétaire.

¹⁹ La consommation publique au sens des comptes nationaux additionne la masse salariale, les dépenses de fonctionnement (consommation intermédiaire) et les prestations sociales en nature (diminuée de la production non marchande payée c.-à-d. des services publics payants).

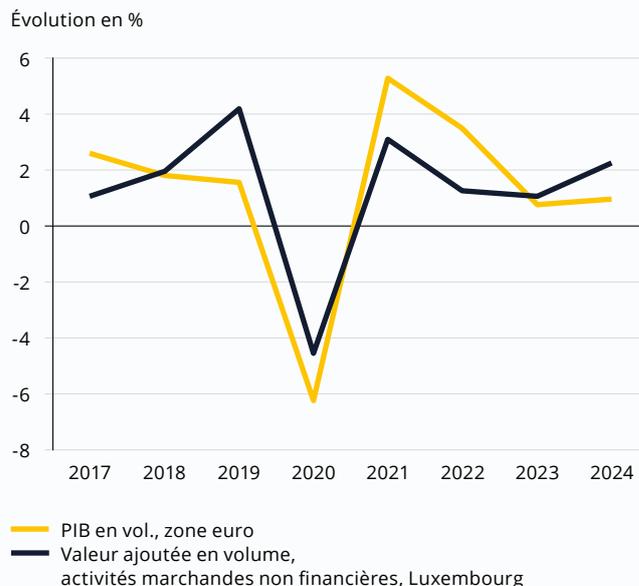
²⁰ Acquis strict à -5.3%.

Graphique 2.24
Des erreurs de prévision exceptionnelles en temps de crise?



Source: STATEC (erreurs de prévision = prévision - observation)

Graphique 2.25
L'activité dans les branches marchandes hors secteur financier est bien corrélée avec le PIB dans la zone euro



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

21 Avec aussi peu d'observations, une analyse statistique plus rigoureuse est impossible.

Dans le secteur privé non financier également, l'activité connaîtrait une hausse inférieure aux tendances historiques, mais accélérant plus nettement en 2024 (+2.5% contre moins de 1% en 2023). D'un côté, la demande intérieure serait orientée favorablement pour ces branches (certaines, comme le commerce de détail ou la restauration, en dépendent presque entièrement et le STATEC anticipe un rebond de la consommation privée). D'autre part, leur activité est généralement bien corrélée avec le cycle européen. Ce dernier afficherait lui aussi une amélioration en 2024, quoique moins marquée (les branches exportatrices comme l'industrie devraient bénéficier de la demande étrangère renforcée). Les activités de cet amalgame hétérogène seraient toutefois freinées, en 2023 surtout, par la construction pour laquelle le STATEC s'attend à un recul. Suivant les scénarios, ce dernier pourrait peser de -0.5 à -1 point de % sur le total.

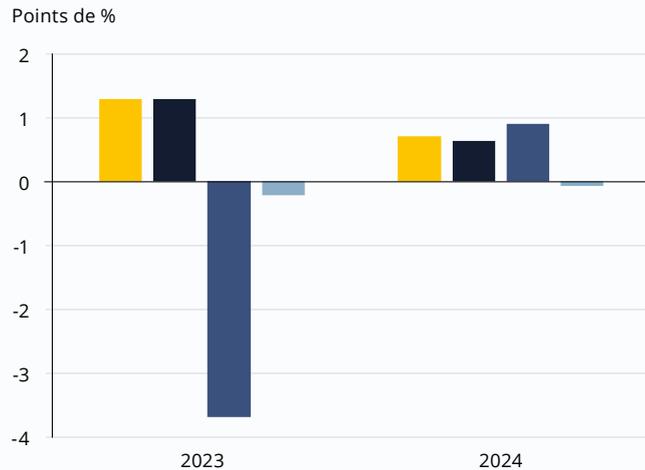
Des erreurs de prévision dues en grande partie aux hypothèses internationales

Les années 2020 et 2022 ont été deux années exceptionnelles, avec deux crises majeures mais de nature très différente. Il peut être intéressant aujourd'hui de jeter un premier regard rapide sur les erreurs de prévision (PIB en volume et emploi) issues des NDC du STATEC, sachant que les données observées, surtout pour 2022, seront encore révisées. On compare les données disponibles aujourd'hui avec la prévision établie dans la NDC de l'automne de l'année précédente et celle du printemps de la même année. Une erreur de prévision positive dénote une surestimation (prévision trop optimiste). Voici les principaux enseignements:

- Pour les deux années 2020 et 2022, l'avènement des crises a été mal anticipé, en automne de l'année précédente, avec une erreur de prévision positive pour le PIB (mais pas pour l'emploi en 2022);
- L'erreur de prévision est plus élevée pour le PIB que pour l'emploi, ce qui paraît normal vu que l'adaptation de ce dernier passe en premier par les heures travaillées;
- Les erreurs de prévision sur le PIB y sont plus élevées qu'en moyenne sur longue période; pour l'emploi, c'est plus difficile à constater (automne t-1: oui; printemps t: non);
- Les erreurs de prévision semblent largement liées aux hypothèses internationales, et ceci davantage pour l'Euro Stoxx 50 que pour le PIB de la zone euro (le signe de l'erreur sur le Stoxx correspond dans tous les cas à celui sur le PIB vol. luxembourgeois²¹).

Graphique 2.26

Les mesures tripartites favoriseraient l'activité surtout en 2023



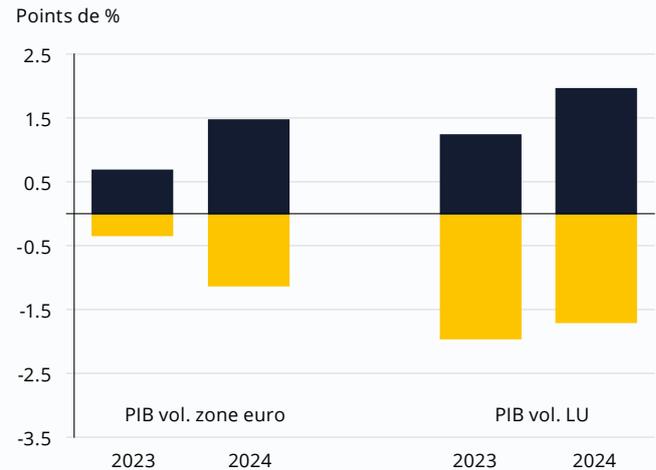
Impact des mesures budgétaires et de limitation des prix de l'énergie:

- sur l'activité
- sur l'emploi
- sur l'inflation (IPCN)
- sur le solde public

Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Graphique 2.27

Des risques liés à l'inflation gonflés via l'impact sur les marchés boursiers



Impact des scénarios alternatifs* sur la prévision:

- Défavorable-central
- Favorable-central

Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

* Les deux scénarios sont décrits à la page suivante.

Trois rounds tripartites en 2022 et 2023 pour contrer les effets de la crise énergétique

L'impact des mesures tripartites décidées au printemps et à l'été 2022 a été exposé et discuté dans les NDC précédentes. Dans cette NDC ne sont reprises que les mesures effectives en 2023 et 2024. Viennent donc se rajouter à l'évaluation par le STATEC les nouvelles mesures décidées en mars 2023 ayant un effet sur 2024 (dans les accords précédents, l'effet des mesures prenait fin en 2023).

L'aspect recettes/dépenses des mesures est détaillé dans le chapitre 5 (Finances publiques). En tout, le STATEC estime que le coût "ex ante" des mesures peut être limité vu les effets favorables que les mesures auront sur l'activité réelle, mais aussi via le plafonnement des prix de l'énergie et donc de l'échelle mobile sur les dépenses publiques.

Les mesures en place feraient en sorte que la croissance du PIB en volume serait supportée d'environ 1 point de % en 2023, soit autant que l'emploi. Ce dernier figure comme vecteur de transmission, car il bénéficie, de façon directe, de la réduction de l'inflation (-3 points) via l'échelle mobile.

En 2024, l'effet sur l'économie réelle serait divisé par deux, tandis que celui sur l'inflation se muerait en impact légèrement positif (celui sur le niveau des prix restant évidemment négatif).

Les mesures ont été évaluées avec les prévisions de prix de l'énergie effectuées en février. Des prix moins élevés, eu égard aux tendances les plus récentes, réduiront l'impact calculé des mesures, donc également leur coût pour la Trésorerie de l'État, et l'inflation luxembourgeoise dans le scénario central. Des prix plus élevés augmenteront le coût budgétaire, mais l'inflation restera contenue par le plafond en vigueur.

Tableau 2.3

Évolution macroéconomique du Luxembourg

	Scénario central				Persistance de l'inflation à court terme ¹		Désinflation plus rapide ²	
	1995-2022	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
Principaux agrégats								
PIB valeur (mia EUR)		78.13	82.00	85.50	80.09	81.51	83.12	88.43
Idem, évolution en %	5.9	8.1	5.0	4.3	2.5	1.8	6.4	6.4
RNB (mia EUR)		52.05	55.19	58.17	54.09	55.84	55.82	60.15
Idem, évolution en %	5.0	3.1	6.0	5.4	3.9	3.2	7.2	7.8
PIB potentiel (vol.) ³	2.8	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Écart de production (% du PIB pot.) ³	-0.3	-1.0	-1.7	-1.4	-3.6	-4.9	-0.4	1.8
PIB vol.	3.1	1.5	1.5	2.5	-0.4	0.8	2.8	4.5
Emploi total intérieur	3.0	3.5	2.5	2.0	1.7	1.0	3.0	3.2
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4.6	4.8	5.1	5.3	5.4	5.9	4.9	4.6
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.9	6.3	3.9	2.5	4.0	2.4	3.8	2.2
Échelle mobile des salaires	1.9	3.8	5.7	3.3	5.8	3.6	5.7	2.9
Coût salarial moyen	2.6	5.4	5.8	3.7	5.7	3.3	6.0	3.6
Émissions de gaz à effet de serre ⁴	-2.2	-11.2	0.0	0.1	1.2	-4.7	0.1	1.2
Finances publiques								
Recettes totales	6.2	7.7	6.3	3.7	4.6	1.8	7.3	5.1
<i>Dont: impôts</i>	6.4	7.8	6.3	3.6	4.4	1.7	7.4	5.2
Dépenses	6.4	9.0	10.3	5.3	10.5	5.4	10.2	4.9
Solde public (% du PIB)	1.6	0.2	-1.5	-2.2	-2.3	-4.0	-1.0	-1.0

Source: STATEC (2023-2024: prévisions). ¹ et ² Les deux scénarios sont décrits dans le texte ci-dessous. ³ Pas de différence entre les différents scénarios pour la croissance potentielle. ⁴ Évolution annuelle moyenne 2005-2022; émissions de gaz à effet de serre (GES) attribuées au Luxembourg, i.e. hors émissions des entreprises soumises au système européen d'échange de quotas d'émissions (EU-ETS en anglais).

L'inflation sous-jacente pourrait surprendre à la hausse ou à la baisse et impacter l'économie réelle

Alors que les données luxembourgeoises observées hypothèquent la prévision pour 2023, la croissance prévue dans la zone euro y a été largement revue à la hausse, tant pour ce qui concerne le PIB en volume que l'Euro Stoxx, et rien n'indique à ce stade une détérioration imminente et/ou importante de la situation conjoncturelle. En même temps, les risques liés à la situation en matière de hausse des prix sont bien présents. Afin de les illustrer, le STATEC a simulé l'impact de deux scénarios alternatifs élaborés par Oxford Economics: un premier basé sur une inflation plus forte et un autre basé sur une inflation plus faible.

Dans le scénario défavorable, l'inflation sous-jacente ralentirait moins fortement que prévu et les banques centrales répondraient par des hausses additionnelles des taux. L'économie mondiale s'essoufflerait, le niveau du PIB de la zone euro se situant environ 1.5 point de % en dessous du scénario de base sur les deux années 2023 et 2024. Le choc sur l'économie luxembourgeoise (-4 points en cumul sur le PIB en volume) serait amplifié par la baisse des indices boursiers (-16% en cumul).

Dans le scénario favorable, les pressions inflationnistes s'atténueraient nettement à très court terme. Les prix des matières premières baisseraient plus rapidement que prévu et les pressions sur les coûts diminueraient largement, entraînant un retournement précoce des taux directeurs (dès le 4^e trimestre 2023 en zone euro). La reprise mondiale s'accélérait, soutenue par une confiance plus solide des entreprises et des consommateurs, faisant gagner au PIB en vol. de la zone euro plus de 2 points de croissance sur les deux années 2023 et 2024 (Luxembourg: +3 points).

Les scénarios ont été élaborés par Oxford Economics en février et ne tiennent pas forcément compte des tout derniers développements. À cet égard, en se basant sur les données mensuelles portant sur le mois avril, on peut affirmer que, d'un côté, les prix de l'énergie ont reflué plus rapidement que prévu, tandis que de l'autre, dans de nombreux pays, comme également au Luxembourg, l'inflation sous-jacente est plus réticente à ralentir. Si l'un des deux scénarios était à préconiser à ce jour, ce serait probablement celui basé sur une inflation plus persistante, illustrant par là des risques à prédominance négative.

