



Économie
et prix



2-2023

NOTE DE CONJONCTURE

La situation économique au Luxembourg
Évolution récente et perspectives

STATEC

IMPRESSUM



Responsable de la publication

Dr Serge Allegrezza

Rédaction

Ferdy Adam

Laurent Braun

Gabriel Gomes

Tom Haas

Bastien Larue

Pauline Perray

Lena Rota

Jill Schaul

Cathy Schmit

Véronique Sinner

Décembre 2023

Date de clôture statistique:

7 décembre 2023

ISSN 1019-6463

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

© Photos:

Adobe Stock

Freepik

Shutterstock

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



SOMMAIRE



PRÉFACE	02
RÉSUMÉ ET FAITS PRINCIPAUX	03
01 CONJONCTURE INTERNATIONALE	06
02 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE	12
03 INFLATION ET SALAIRES	28
04 MARCHÉ DU TRAVAIL	38
05 FINANCES PUBLIQUES	46
06 ÉNERGIE ET ÉMISSIONS	56
07 ÉTUDES THÉMATIQUES	64
Évolution récente du taux de marge au Luxembourg	66
Le concept d'inflation instantanée, un outil supplémentaire pour déterminer les tendances récentes des prix à la consommation	76
LISTE DES ÉTUDES PUBLIÉES DANS LES DERNIÈRES NOTES DE CONJONCTURE	83



PRÉFACE

Le STATEC avait été invité en octobre par le Formateur Luc Frieden au château de Senningen pour présenter les perspectives économiques à court et moyen terme.

Faisant suite à la dégradation continue d'indicateurs conjoncturels mensuels et trimestriels, documentés dans le Conjoncture Flash, mois après mois, le STATEC a indiqué aux négociateurs du programme gouvernemental une forte probabilité que l'économie tombe en récession cette année, suivie d'une reprise modeste en 2024. Les organisations internationales (FMI, Commission européenne et OCDE) prévoient une baisse du PIB luxembourgeois pour cette année, ainsi que de celui d'autres pays européens, dont l'Allemagne.

En conséquence, le STATEC révisé les perspectives de croissance du PIB en volume à la baisse pour le Luxembourg de +1.5% à -1% pour 2023 et de +2.5% à +2% pour 2024.

Cette récession n'est pas étonnante, car depuis la Grande Récession, due à la crise bancaire de 2008/2009, le PIB en volume du Luxembourg a crû moins rapidement que celui de la zone euro à six reprises (2008, 2011, 2017-2018, 2023-2024) et c'était souvent lorsque l'activité dans le secteur financier diminuait en volume.

La dégradation des finances publiques n'est pas inattendue, les deux crises – Covid-19 et flambée des prix de l'énergie – ont nécessité une forte intervention budgétaire de l'État. Le programme de stabilité publié fin avril et la Note de conjoncture du STATEC de juin 2023 pointaient déjà un déficit considérable du secteur public que le ralentissement de l'activité n'a fait qu'aggraver au deuxième semestre.

La conférence sur changement climatique (COP28) rappelle les engagements des pays signataires, dont le Luxembourg. Ceci implique un suivi des indicateurs de consommation d'énergie, de production d'énergies propres et des émissions de gaz à effet de serre. Ces dernières devraient diminuer cette année et l'année prochaine.

Dr Serge Allegrezza

RÉSUMÉ ET FAITS PRINCIPAUX

Tableau 1

Principales évolutions macroéconomiques au Luxembourg

	Scénario central				Durcissement des conditions de crédit ¹		Épuisement du surplus d'épargne ²	
	1995-2022	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol.	3.2	1.4	-1.0	2.0	-1.1	0.7	-0.9	3.2
Emploi total intérieur	3.2	3.4	2.1	1.3	2.0	0.8	2.1	1.7
Taux de chômage (% de la pop. active)	4.6	4.8	5.2	5.9	5.2	6.2	5.2	5.7
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.9	6.3	3.8	2.6	3.8	2.5	3.8	2.6
Coût salarial moyen	2.6	5.8	6.3	3.1	6.3	2.9	6.3	3.3
Solde public (% du PIB)	1.5	-0.3	-1.7	-2.7	-1.7	-3.4	-1.6	-2.2
Émissions de gaz à effet de serre ³	-2.2	-12.0	-1.9	-1.3	-1.9	-2.2	-1.9	0.0

¹ Dans ce scénario défavorable, les hausses passées des taux d'intérêt directs ont un impact plus fort que prévu, entraînant un ralentissement de l'économie globale. Des tensions réapparaissent dans le système bancaire mondial, renforçant le durcissement des conditions de crédit, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les marchés boursiers chuteraient à court terme, exacerbant l'impact sur la demande, avant de se stabiliser progressivement. Le PIB de la zone euro serait de 0.8 point de % inférieur au scénario de base en 2024.

² Dans ce scénario favorable, les consommateurs des économies avancées suivent l'exemple des États-Unis en puisant dans les économies accumulées pendant la pandémie. Dans l'ensemble, l'économie mondiale connaît une reprise vigoureuse, avec des marchés financiers qui se renforcent, notamment en Europe. Cette reprise tirée par la consommation entretient l'inflation et a des implications sur les politiques monétaires dans les économies avancées. Le PIB de la zone euro gagnerait 1.1 point de croissance en 2024 par rapport au scénario de base.

³ Évolution 2005-2022.

Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Service minimum pour la croissance en zone euro

La croissance mondiale est entrée dans une phase de ralentissement en 2023 et devrait s'élever à 3% environ cette année, un rythme qui resterait de mise pour 2024. Le freinage observé en 2023 concerne en particulier les économies avancées – à l'exception notable des États-Unis – et plus spécifiquement l'Europe où les effets de la crise énergétique ont été plus largement ressentis par les acteurs économiques.

Si la zone euro évite pour le moment la récession, elle n'échappe pas à la stagnation, avec une croissance réduite à peau de chagrin au cours des derniers trimestres. Et le 4^e trimestre, sur base d'indicateurs conjoncturels dégradés, pourrait effectivement la faire basculer en situation de récession.

Malgré le reflux de l'inflation, la croissance de la zone euro n'enregistrerait qu'un léger rebond en 2024 (+0.8%, après +0.5% en 2023, selon les hypothèses retenues par le STATEC). Un impact plus négatif que prévu de la hausse des taux d'intérêt sur la demande pourrait cependant déboucher sur une stagnation.

Un contexte conjoncturel particulièrement dégradé au Luxembourg

L'activité économique tend à stagner au Luxembourg depuis le début de 2023 et s'inscrit en baisse par rapport à l'année passée. Les mauvais résultats du secteur financier en termes de volumes (ceux exprimés en valeur sont meilleurs) expliquent en partie cette perte de dynamique, mais les services non financiers semblent aussi confrontés dans leur ensemble à une situation conjoncturelle dégradée.

Par ailleurs, la branche de la construction voit son activité (et ses effectifs) reculer sous l'effet notable des conséquences de la remontée des taux d'intérêt sur le marché immobilier. Dans la plupart des activités marchandes non financières, la confiance des entreprises s'est dégradée cette année, sous l'influence notamment de la baisse de la demande et de difficultés de financement. Quelques signes de redressement proviennent de l'industrie et des services non financiers, mais ceux-ci sont très récents et encore très timides.

Pour l'année dans son ensemble, le STATEC s'attend ainsi à une légère récession de l'activité (PIB vol. -1%), alors que la zone euro serait restée en faible expansion (+0.5%). La consommation privée des ménages et les dépenses publiques (consommation et investissement) auront contribué à maintenir la demande intérieure intacte. Les exportations auraient baissé dans tous les domaines en 2023, mais devraient reprendre en 2024, sur fond d'éléments stabilisants, comme la légère remontée de la croissance en zone euro (+0.8%) ou la probable baisse des taux d'intérêt. Toutefois, avec un maigre +2% prévu sur le PIB en volume en 2024, et considérant aussi le manque d'entrain conjoncturel déjà observé en 2022 (+1.4%), les trois années 2022-2024 seraient à considérer comme un épisode de contre-performance économique du Luxembourg.

L'inflation ralentit, les salaires devraient suivre en 2024

L'inflation est en train de se résorber partout en Europe, suite à la détente des prix de l'énergie et des aliments. Actuellement, ce sont encore surtout les services qui empêchent un ralentissement plus fort, suite à la progression soutenue des salaires. En zone euro, la hausse des salaires a été moins prononcée que celle des prix à la consommation sur les dernières années, alors qu'au Luxembourg, le coût salarial moyen réel a augmenté significativement depuis 2019.

Les prévisions d'inflation pour la zone euro sont de respectivement 5.6% en 2023 et 2.0% en 2024. Pour le Luxembourg, le STATEC table sur une inflation de 3.8% pour cette année et de 2.6% pour 2024, entraînant une seule tranche indiciaire l'année prochaine.

Le coût salarial moyen devrait progresser de 6.3% en 2023, puis ralentir à +3.1% en 2024, en raison d'une contribution plus faible de l'indexation et de la compensation aux employeurs du coût de la tranche indiciaire de septembre 2023 l'année prochaine.

Le marché du travail luxembourgeois nettement affecté par le repli de l'activité

À l'instar de l'activité, l'atterrissage du marché du travail au Luxembourg est moins doux qu'en Europe. Alors qu'il avait encore relativement bien résisté l'an dernier, l'emploi a considérablement ralenti depuis le début de l'année jusqu'à afficher une quasi-stagnation au 3^e trimestre. Les services aux entreprises – à l'accoutumée parmi les principaux moteurs de croissance – et la construction contribuent principalement à ce freinage.

Simultanément, la remontée du chômage s'est accélérée au Luxembourg. Si ces évolutions ont contribué à apaiser quelque peu la pénurie de main-d'œuvre – historiquement élevée en 2022 – des problèmes de recrutement persistent.

Malgré une légère remontée de l'activité en 2024, l'emploi devrait encore ralentir (+1.3% en 2024, après +2.1% prévus pour 2023) et le chômage continuer à s'accroître vers 5.9% de la population active (renouant avec sa moyenne des 15 dernières années). Pour la zone euro dans son ensemble, en revanche, le taux de chômage resterait relativement stable sur l'horizon de prévision.

Vers un ralentissement plus marqué des recettes que des dépenses publiques, avec un creusement du déficit à la clé

Les recettes fiscales ont été soutenues en 2023 par les effets du dynamisme de la masse salariale sur les impôts des ménages et les cotisations sociales, mais aussi par d'importants soldes d'impôts sur les revenus des sociétés relatifs à des exercices fiscaux antérieurs. D'un autre côté, la faible progression de la taxe d'abonnement et de la TVA, mais aussi la forte baisse des droits d'enregistrement sur les transactions immobilières ont pesé sur les recettes. Ces dernières devraient encore ralentir significativement en 2024, sous l'effet du freinage de l'emploi, de l'inflation et de la réduction des taux de cotisation pour compenser la 3^e tranche indiciaire de 2023.

Les dépenses publiques ont été stimulées en 2023 par la hausse de la masse salariale et par des transferts spécifiques. Elles devraient aussi ralentir en 2024 vu la moindre contribution de l'indexation des salaires et l'expiration du crédit d'impôt énergie.

La croissance des dépenses demeurerait toutefois plus forte que celle des recettes en 2023 et en 2024, creusant le déficit public à -1.7% du PIB en 2023 puis -2.7% en 2024. Cette détérioration du solde va en parallèle avec la dégradation des perspectives conjoncturelles et la succession de mesures anti-crise. Les mesures annoncées dans l'accord de coalition n'ont pas été intégrées dans ces prévisions.

La consommation d'énergie impactée par les hausses de tarifs

Avec des stocks de gaz remplis intégralement avant la saison de chauffe, l'Europe se trouve bien préparée pour l'hiver qui vient. Le continent a bénéficié d'une consommation modérée tout au long de l'année et du recours croissant au gaz naturel liquéfié (GNL) pour compenser la diminution des livraisons russes.

Malgré une baisse des prix sur les marchés de l'énergie en 2023 par rapport à l'année précédente, la facture énergétique des ménages ne s'est pas encore allégée et celle des entreprises a même subi une forte augmentation. Néanmoins, les prévisions du STATEC suggèrent que les ménages pourraient profiter de tarifs de gaz inférieurs au plafond fixé par le gouvernement en 2024.

La consommation énergétique a fortement décliné en 2022 et au début de 2023. Au cours des dix premiers mois de 2023, les ventes de carburants, la consommation d'électricité et de gaz ont enregistré des baisses de respectivement 2%, 7% et 10% par rapport à la même période de 2022. Ce repli de la consommation tend cependant à s'estomper sur les derniers mois. Selon les estimations du STATEC, la diminution de la consommation d'énergie fossile entraînerait une baisse des émissions de 1.9% en 2023 et une réduction supplémentaire de 1.3% en 2024.



01



CONJONCTURE INTERNATIONALE



La croissance mondiale est entrée dans une phase de ralentissement en 2023 et devrait s'élever à 3% environ cette année, un rythme qui resterait de mise pour 2024. Le freinage observé en 2023 concerne en particulier les économies avancées – à l'exception notable des États-Unis – et plus spécifiquement l'Europe où les effets de la crise énergétique ont été plus largement ressentis par les acteurs économiques.

Si la zone euro évite pour le moment la récession, elle n'échappe pas à la stagnation, avec une croissance réduite à peau de chagrin au cours des derniers trimestres. Et le 4^e trimestre, sur base d'indicateurs conjoncturels dégradés, pourrait effectivement la faire basculer en situation de récession.

Malgré le reflux de l'inflation, la croissance de la zone euro n'enregistrerait qu'un léger rebond en 2024 (+0.8%, après +0.5% en 2023, selon les hypothèses retenues par le STATEC). Un impact plus négatif que prévu de la hausse des taux d'intérêt sur la demande pourrait cependant déboucher sur une stagnation.

Tableau 1.1

Prévisions de la Commission européenne

	PIB à prix constants			Prix à la consommation			Nombre de chômeurs			Solde budgétaire		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
	Variation en %			Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB		
Belgique	1.4	1.4	1.5	2.4	4.2	1.9	5.6	5.6	5.4	-4.9	-4.9	-5.0
Allemagne	-0.3	0.8	1.2	6.2	3.1	2.2	3.1	3.2	3.2	-2.2	-1.6	-1.3
Irlande	-0.9	3.0	3.4	5.3	2.7	2.1	4.2	4.2	4.3	0.9	0.6	1.0
Grèce	2.4	2.3	2.2	4.3	2.8	2.1	11.4	10.7	9.9	-2.3	-0.9	-0.8
Espagne	2.4	1.7	2.0	3.6	3.4	2.1	12.1	11.6	11.1	-4.1	-3.2	-3.4
France	1.0	1.2	1.4	5.8	3.0	2.0	7.2	7.4	7.5	-4.8	-4.4	-4.3
Italie	0.7	0.9	1.2	6.1	2.7	2.3	7.6	7.4	7.3	-5.3	-4.4	-4.3
Luxembourg ¹	-0.6	1.4	2.0	3.2	3.0	1.8	5.5	5.9	6.0	-1.9	-2.1	-1.0
Pays-Bas	0.6	1.1	1.7	4.6	3.7	2.0	3.6	3.9	3.9	-0.5	-1.8	-2.0
Autriche	-0.5	1.0	1.3	7.7	4.1	3.0	5.3	5.4	5.3	-2.6	-2.4	-2.2
Portugal	2.2	1.3	1.8	5.5	3.2	2.4	6.5	6.5	6.4	0.8	0.1	0.0
Finlande	0.1	0.8	1.5	4.4	1.9	2.0	7.2	7.3	7.0	-2.4	-3.2	-3.4
Danemark	1.2	1.4	1.6	3.6	2.4	2.1	4.6	5.2	5.5	2.6	1.8	1.2
Suède	-0.5	-0.2	1.3	5.7	1.8	2.2	7.6	8.5	8.6	-0.2	-0.7	-0.6
UE	0.6	1.3	1.7	6.5	3.5	2.4	6.0	6.0	5.9	-3.2	-2.8	-2.7
Zone euro	0.6	1.2	1.6	5.6	3.2	2.2	6.6	6.6	6.4	-3.2	-2.8	-2.7
Royaume-Uni	0.6	0.5	1.3	7.3	3.6	2.5	4.3	4.7	4.6	-3.7	-2.9	-2.9
États-Unis	2.4	1.4	1.8	4.2	3.0	2.2	3.7	4.1	3.9	-8.0	-7.5	-7.4
Japon	1.9	0.8	0.6	3.3	2.7	2.2	2.5	2.4	2.4	-6.6	-5.3	-4.1

¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC. Source: Commission européenne 15.11.2023

¹ La moyenne historique (2000-2019) est de 3.8%.

Une croissance mondiale au ralenti en 2023 et 2024

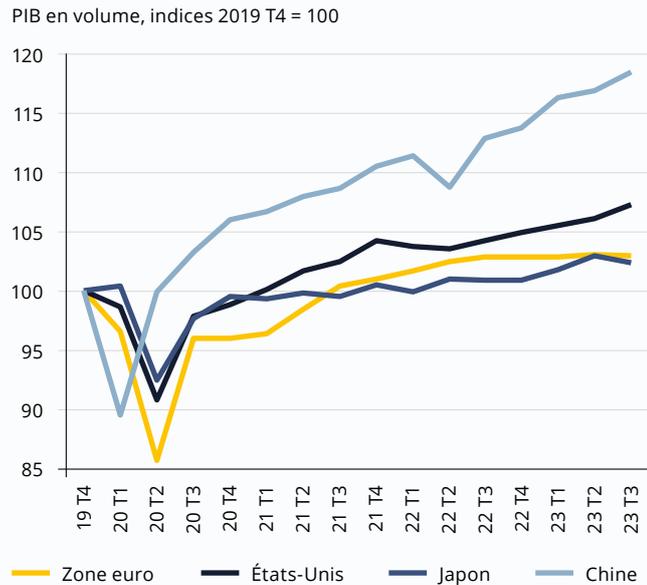
Après une hausse du PIB mondial de 3.5% en 2022, la croissance devrait ralentir à 3% environ en 2023 et conserver un rythme similaire en 2024¹. Le freinage de 2023 se constate principalement au niveau des économies avancées.

La stabilité de la croissance dans les économies émergentes (+4% environ à la fois en 2022 et 2023) résulte cependant de facteurs structurels ayant joué sur les résultats de la Chine. Celle-ci n'avait en effet connu qu'une croissance de 3% en 2022 – historiquement faible – sous l'effet des confinements liés à la politique zéro-Covid et devrait rebondir fortement en 2023. Selon la plupart des prévisions, la croissance chinoise pourrait s'approcher des 5% en 2024, avec toutefois de nombreux risques baissiers.

Dans les économies avancées, le ralentissement est surtout marqué en Europe (voir ci-après), où les effets de la crise énergétique ont particulièrement affecté l'activité. Aux États-Unis en revanche, où la croissance devrait cette année s'élever comme en 2022 à quelque 2%, le soutien budgétaire (notamment par le biais des baisses d'impôts) a continué à stimuler l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, au prix d'un net creusement du déficit (dépassant 6% du PIB pour l'exercice fiscal 2023). Des signes de ralentissement de l'activité commencent cependant à apparaître sur la fin de 2023: le chômage repart (légèrement) à la hausse depuis août et la sur-épargne accumulée par les ménages durant la pandémie a considérablement diminué (contrairement à l'Europe). La forte hausse des taux d'intérêt n'a pas semblé peser sur la conjoncture américaine jusqu'à présent, mais ses effets devraient se faire ressentir en 2024.

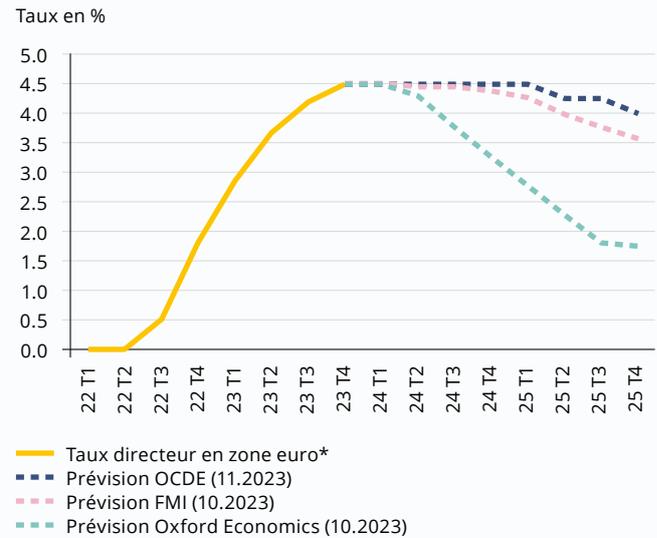
Au Japon, l'année 2023 verrait la croissance rebondir à 2% environ (après 1% en 2022), mais là encore, surtout à cause du relâchement des restrictions sanitaires (encore très fortes en 2022, la réouverture du pays aux touristes n'étant entrée en vigueur que sur la fin de l'année). Si l'économie nipponne montre cette année de bons résultats en matière d'exportations (surtout au 1^{er} semestre, elles ont ensuite baissé), la consommation tend à s'y replier du fait que les hausses de salaires n'ont pas suivi celle de l'inflation. Un ralentissement est attendu pour 2024, avec une croissance prévue autour de 1%.

Graphique 1.1

L'activité semble plafonner en zone euro

Sources: Eurostat, Banque mondiale

Graphique 1.2

Le taux directeur atteint un plafond

* Taux directeur sur les opérations principales de refinancement en zone euro.

Sources: Macrobond, prévisions comme mentionnées dans le graphique

L'expansion cale en zone euro

Encore relativement forte sur la première moitié de 2022, l'expansion de la zone euro s'est considérablement réduite depuis. Le PIB s'est même replié de 0.1% sur un trimestre au 3^e trimestre, mais la zone euro échappe pour le moment à une récession technique². À défaut, on peut tout de même parler de stagnation de l'activité, avec toutefois des différences marquées selon les pays, notamment parmi les 4 poids lourds de la zone euro: résilience notable en France et en Espagne, résultats décevants pour l'Allemagne et l'Italie³.

Les enquêtes de conjoncture, notamment les indices PMI (qui sont en zone de contraction à la fois pour l'industrie et les services depuis le mois d'août et ne montrent pas de redressement jusqu'en novembre), laissent entrevoir un nouveau repli du PIB au 4^e trimestre. Par ailleurs, les indicateurs du marché du travail, qui affichaient jusqu'au 2^e trimestre une résistance assez surprenante, montrent des signes de faiblesse croissants sur les derniers mois (cf. chapitre 4).

La hausse des taux touche à sa fin

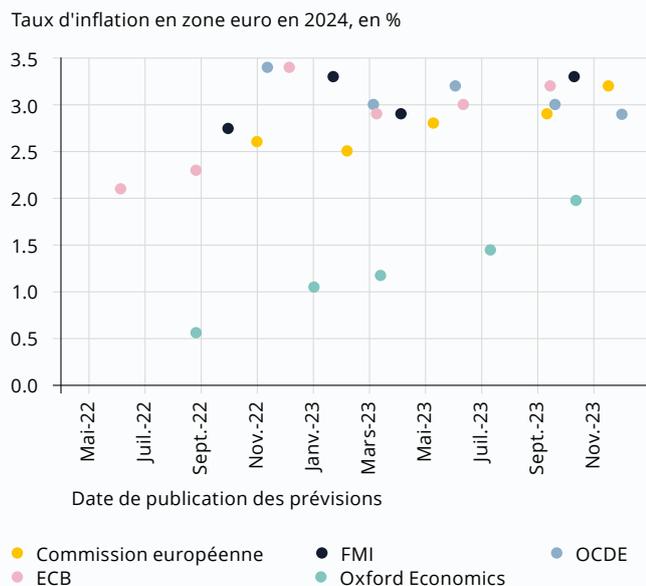
Après avoir relevé les taux d'intérêt directeurs à une vitesse et une ampleur inédite sur les 2 dernières années, les banques centrales de la zone euro, d'Angleterre et des États-Unis semblent devoir marquer une pause face à l'affaiblissement des pressions inflationnistes. La Banque centrale européenne (BCE) a laissé entendre que le relèvement de septembre serait le dernier, soulignant que les taux d'intérêt directeurs ont atteint des niveaux qui, s'ils sont maintenus pendant une période suffisamment longue, contribueront à revenir vers l'objectif de stabilité des prix. La Fed américaine et la Banque d'Angleterre semblent aussi proches de la fin de cycle de hausse des taux.

L'incertitude demeure quant au calendrier des baisses de taux. Selon la plupart des analystes, les taux ne devraient pas être abaissés avant le 2^e semestre 2024 (voire le début de 2025). Oxford Economics est plus tranchant avec une 1^{re} baisse des taux prévue au 2^e trimestre 2024 en zone euro, anticipant un repli de l'inflation relativement plus rapide et plus prononcé que la Commission européenne, le FMI et l'OCDE (cf. graphique 1.3).

2 Une récession technique se définit comme un recul du PIB sur au moins deux trimestres consécutifs (sur base des données désaisonnalisées). Quatre pays de la zone euro se trouvent cependant en situation de récession technique à l'issue du 3^e trimestre 2023: Pays-Bas, Autriche, Estonie et Luxembourg.

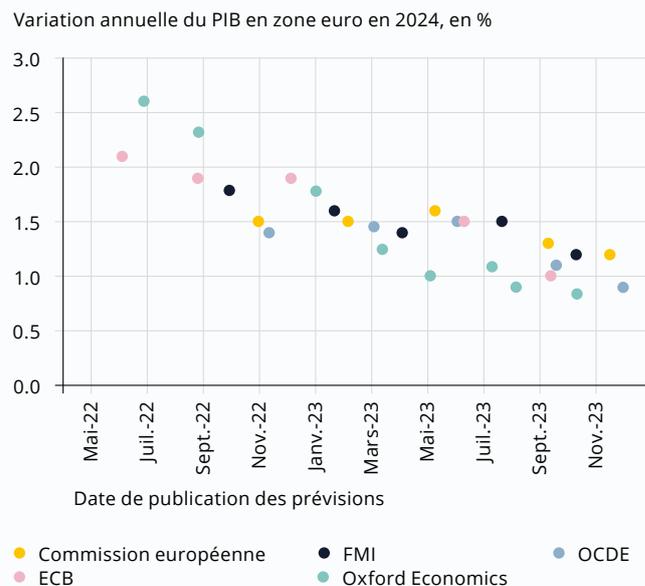
3 L'Allemagne est confrontée à une baisse marquée de l'activité dans l'industrie (avec notamment des exportations qui ne semblent pas profiter du rebond en Chine, qui constituait auparavant un débouché important), la construction et l'immobilier, mais aussi à une perte de dynamique dans la plupart des activités de services. La France bénéficie par contre d'un net rebond de ses exportations de matériel aéronautique (en particulier au 2^e trimestre), mais aussi d'une forte reprise de la production d'électricité (en particulier nucléaire, de nombreuses centrales étaient à l'arrêt en 2022).

Graphique 1.3
Des prévisions assez divergentes pour l'inflation en zone euro en 2024...



Sources: comme mentionnées dans le graphique

Graphique 1.4
... alors que les perspectives de croissance convergent vers 1%



Sources: comme mentionnées dans le graphique

4 Depuis la finalisation de la prévision du STATEC, Oxford Economics a revu la croissance en zone euro à +0.6% pour 2024.

Une expansion très modérée pour la zone euro en 2023 et 2024

Les données d'Oxford Economics (qui fournit au STATEC des jeux d'hypothèses et de prévisions très détaillés concernant l'environnement international et assortis de scénarios alternatifs) tablent sur une progression du PIB de la zone euro de 0.5% en 2023, puis de 0.8%⁴ en 2024 (cf. tableau 1.2). Par rapport aux prévisions de la Note de conjoncture précédente (parue en juin 2023), la croissance en zone euro a été revue à la baisse de respectivement 0.3 et 0.2 point de % pour ces deux années. Cette révision à la baisse concerne notamment les grandes économies de la zone euro, comme l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie, mais pas la France (où les résultats ont été meilleurs que prévu en 2023). Malgré le léger rebond de l'expansion prévu pour 2024, la progression de l'activité en zone euro demeurerait très faible par rapport à la dynamique de long terme (qui tourne autour de +1.3% par an si l'on remonte à 2010 ou même au début des années 2000).

Parmi les paramètres qui ont été les plus révisés, on retrouve en particulier la demande mondiale de biens, nettement revue à la baisse pour 2023 et aussi de manière conséquente pour 2024. La demande mondiale de services a par contre été meilleure qu'escompté cette année, mais elle subira un contrecoup assez marqué en 2024 (avec une hausse inférieure à 3%, contre près de 5% escomptés antérieurement). Le déflateur du PIB, qui, à l'échelle de la zone euro, s'apparente à l'évolution des prix à la consommation, est lui aussi significativement revu à la hausse, de l'ordre d'un point de % supplémentaire à la fois pour 2023 et 2024. Ceci découle du fait que l'inflation s'est révélée plus forte que prévu en 2023, même si elle marque un reflux depuis le début de l'année et que celui-ci se confirme largement à l'approche de 2024 (cf. chapitre 3). Elle s'est aussi montrée plus persistante et, dans ces conditions, les taux ont monté plus que prévu et la perspective d'un premier assouplissement a été repoussée au 2^e trimestre 2024. Les taux courts et longs seraient ainsi en moyenne sur 2024 proches de ceux de l'année précédente (avec des taux courts à 3.3%, contre 2.4% dans la précédente prévision).

Pour les autres paramètres (prix du pétrole, taux de change et indices boursiers entre autres), les révisions sont marginales par rapport aux prévisions du printemps dernier.

Principales hypothèses internationales

	Scénario central				Durcissement des conditions de crédit ¹		Épuisement du surplus d'épargne ²	
	1995-2022	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol. zone euro	1.5	3.4	0.5	0.8	0.4	0.0	0.5	1.9
Demande mondiale (biens. vol.)	4.4	5.6	-3.6	2.0	-3.6	0.9	-3.6	3.3
Demande mondiale (services, vol.)	4.0	14.8	7.7	2.8	7.7	2.3	7.7	3.2
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	3.8	-6.5	12.9	-1.6	11.6	-8.0	13.4	2.8
Prix PIB zone euro	1.7	4.6	5.8	2.0	5.8	1.9	5.8	2.1
Prix pétroliers (USD/baril)	56.8	100.7	85.6	87.1	85.5	83.8	85.7	90.8
Taux de change (EUR/USD)	1.19	1.05	1.08	1.06	1.07	1.04	1.08	1.07
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. act.)	8.6	6.7	6.7	6.8	6.7	7.0	6.7	6.7
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.0	0.3	3.4	3.3	3.4	3.2	3.4	3.9
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.5	1.9	3.3	3.2	3.3	3.0	3.4	3.6

¹ Dans ce scénario défavorable, les hausses passées des taux d'intérêt directs ont un impact plus fort que prévu, entraînant un ralentissement de l'économie globale. Des tensions réapparaissent dans le système bancaire mondial, renforçant le durcissement des conditions de crédit, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les marchés boursiers chuteraient à court terme, exacerbant l'impact sur la demande, avant de se stabiliser progressivement. Le PIB de la zone euro serait de 0.8 point de % inférieur au scénario de base en 2024.

² Dans ce scénario favorable, les consommateurs des économies avancées suivent l'exemple des États-Unis en puisant dans les économies accumulées pendant la pandémie. Dans l'ensemble, l'économie mondiale connaît une reprise vigoureuse, avec des marchés financiers qui se renforcent, notamment en Europe. Cette reprise tirée par la consommation entretient l'inflation et a des implications sur les politiques monétaires dans les économies avancées. Le PIB de la zone euro gagnerait 1.1 point de croissance en 2024 par rapport au scénario de base.

Un impact plus marqué que prévu des hausses de taux d'intérêt sur l'activité constitue un risque majeur pour les prévisions

Comme à l'accoutumée, le scénario central de prévisions est assorti de scénarios alternatifs, l'un étant plus défavorable que le scénario central, l'autre plus favorable. Le descriptif de ces deux scénarios alternatifs est détaillé au bas du tableau 1.2. Dans le scénario défavorable – "Durcissement des conditions de crédit" – où l'impact de la politique monétaire sur l'activité (en particulier via la remontée des taux d'intérêt orchestrée depuis la mi-2022) serait plus fort qu'escompté⁵, la zone euro connaîtrait une stagnation sur l'ensemble de 2024. Le chômage y serait un peu plus élevé que dans le scénario central, sans toutefois montrer de véritable dérapage.

Dans le scénario d'épuisement du surplus d'épargne, l'activité se montrerait en revanche bien plus dynamique sous l'effet d'une reprise marquée de la consommation et conduirait à une expansion proche de 2% en zone euro en 2024. Les risques d'une remontée de l'inflation seraient par conséquent accrus, conduisant les autorités monétaires européennes à retarder la baisse des taux d'intérêt.

Dans leurs dernières prévisions, les institutions internationales (Commission européenne, FMI, OCDE) mettent en avant la prédominance actuelle des risques baissiers. Parmi ceux-ci (à côté de ceux présentés dans le scénario défavorable), on peut évoquer notamment une escalade du conflit au Proche-Orient, qui pourrait avoir des répercussions sur les marchés de l'énergie. D'une manière générale, une montée des tensions géopolitiques (États-Unis/Chine, Chine/Taïwan, Europe/Russie) pourrait entraîner des blocages dans les chaînes d'approvisionnement et le commerce mondial et une hausse des prix. Si les prix à la consommation tendent clairement à ralentir dans les économies avancées, des pressions plus tenaces que prévu sur l'inflation sous-jacente pourraient aussi changer la donne. La situation économique de la Chine continue aussi à inquiéter, notamment à cause des faiblesses structurelles de son secteur immobilier ou du manque d'entrain actuel dans ses activités de services. Un ralentissement plus marqué que prévu dans l'Empire du milieu aurait inévitablement des répercussions sur la demande et la croissance mondiales.

⁵ D'après la littérature économique, les effets de la politique monétaire en matière de transmission des mouvements de taux d'intérêt sur l'activité économique réelle peuvent se produire avec un délai allant jusqu'à trois trimestres (pour rappel, à la clôture de rédaction, la dernière hausse décidée par la BCE est intervenue en septembre 2023). Pour la transmission aux prix à la consommation, ce délai est plus long, estimé entre 1.5 et 2.5 années (cf. FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2023, p. 25), suggérant au passage que le reflux de l'inflation observé en 2023 découle d'autres facteurs que de la politique monétaire.



02

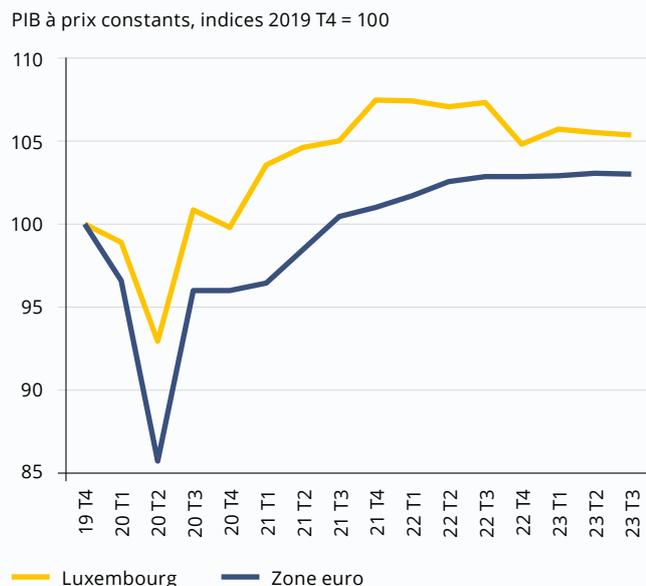
**ACTIVITÉ
ÉCONOMIQUE**



L'activité économique tend à stagner au Luxembourg depuis le début de 2023 et s'inscrit en baisse par rapport à l'année passée. Les mauvais résultats du secteur financier en termes de volume (ceux exprimés en valeur sont meilleurs) expliquent en partie cette perte de dynamique, mais les services non financiers semblent aussi confrontés dans leur ensemble à une situation conjoncturelle dégradée. Par ailleurs, la branche de la construction voit son activité (et ses effectifs) reculer sous l'effet notable des conséquences de la remontée des taux d'intérêt sur le marché immobilier. Dans la plupart des activités marchandes non financières, la confiance des entreprises s'est dégradée cette année, sous l'influence notamment de la baisse de la demande et de difficultés de financement. Quelques signes de redressement proviennent de l'industrie et des services non financiers, mais ceux-ci sont très récents et encore très timides.

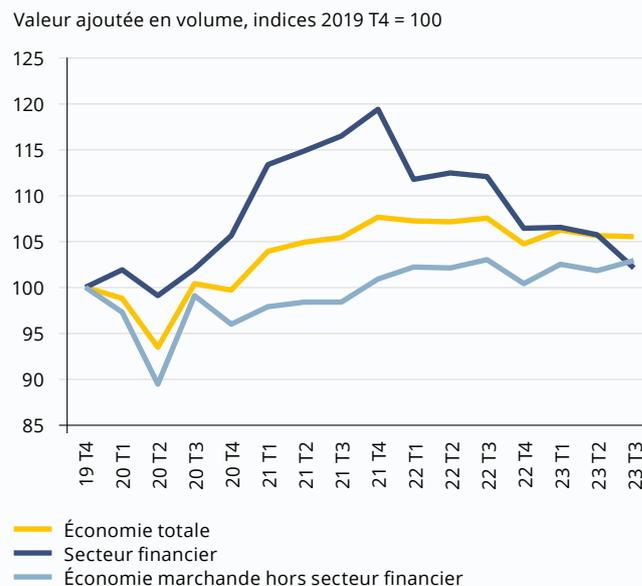
Pour l'année dans son ensemble, le STATEC s'attend ainsi à une légère récession de l'activité (PIB vol. -1%), alors que la zone euro serait restée en faible expansion (+0.5%). La consommation privée des ménages et les dépenses publiques (consommation et investissement) auront contribué à maintenir la demande intérieure intacte. Les exportations auraient baissé dans tous les domaines en 2023, mais devraient reprendre en 2024, sur fond d'éléments stabilisants, comme la légère remontée de la croissance en zone euro (+0.8%) ou la probable baisse des taux d'intérêt. Toutefois, avec un maigre +2% prévu sur le PIB en volume en 2024, et considérant aussi le manque d'entrain conjoncturel déjà observé en 2022 (+1.4%), les trois années 2022-2024 seraient à considérer comme un épisode de contre-performance économique du Luxembourg.

Graphique 2.1
Repli de l'activité au Luxembourg en 2023



Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.2
La valeur ajoutée en volume du secteur financier pèse sur le résultat d'ensemble depuis 2022



Source: STATEC (Comptes nationaux, données désaisonnalisées)

- 1 C'est la variation du PIB que l'on obtiendra pour l'ensemble de l'année si le PIB du 4^e trimestre demeure à son niveau du 3^e trimestre (sur base des données désaisonnalisées) et que les trimestres précédents ne font l'objet d'aucune révision.
- 2 Les données par branche du 3^e trimestre pour l'ensemble de la zone euro ne sont pas encore disponibles au moment de la rédaction.
- 3 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, les prix des services financiers relevés dans le cadre de l'indice des prix à la consommation ou encore les salaires), sachant que les choix méthodologiques effectués à ce niveau peuvent considérablement différer selon les pays de la zone euro.

Un repli du PIB en 2023 lié à une baisse du secteur financier, mais aussi au manque de dynamisme dans d'autres branches

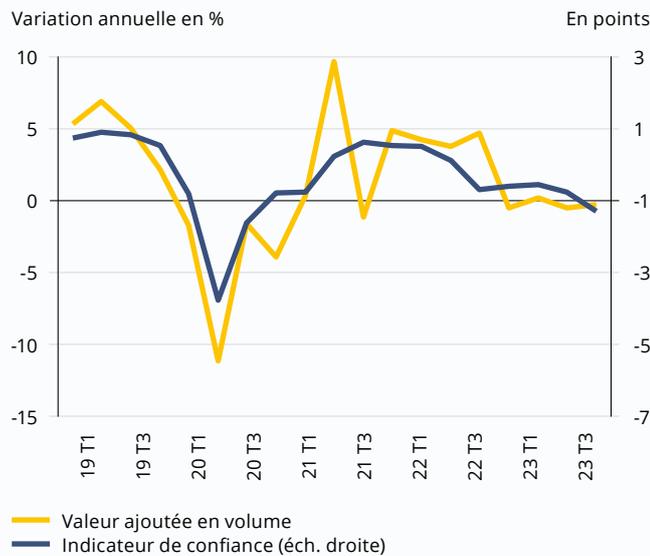
Après une forte baisse au 4^e trimestre 2022, le PIB en volume du Luxembourg s'est plus ou moins stabilisé sur les 3 premiers trimestres de 2023. Au 3^e trimestre, il enregistre un léger recul (-0.1% sur un trimestre), portant l'acquis de croissance – en l'occurrence il faudrait plutôt parler d'"acquis de décroissance" – pour 2023 à -1.1%¹. Ces résultats se comparent très défavorablement à ceux de la zone euro, où l'acquis à l'issue du 3^e trimestre est de +0.5%.

Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, la valeur ajoutée en volume des activités financières marque un recul très prononcé au Luxembourg, de plus de 6% sur un an (contre une légère hausse en zone euro sur base des données du 1^{er} semestre²). Il faut cependant rester prudent sur ces données exprimées en volume, du fait notamment de la nature des indicateurs de prix utilisés pour la déflation³. Pour le secteur financier, d'autres indicateurs conjoncturels témoignent de tendances plus favorables, à l'image de l'emploi, qui montre en 2023 une progression relativement dynamique (+3.6% sur un an sur les trois premiers trimestres, contre +2.3% pour l'ensemble des autres branches sur la même période). Une analyse plus détaillée de la valeur ajoutée du secteur financier est présentée dans la suite du chapitre.

Les activités financières ne sont cependant pas la seule branche responsable des mauvais résultats. On relève pour l'ensemble des autres branches marchandes une stagnation de la valeur ajoutée en volume cette année (sur base des 3 premiers trimestres), après une progression de l'ordre de 3% en 2022. En comparaison avec les évolutions relevées au niveau de la zone euro, trois branches en particulier se distinguent de manière particulièrement négative du point de vue luxembourgeois, à savoir celles des transports, des services d'information et communication (TIC) et de la construction. Pour les transports, différents indicateurs conjoncturels témoignent d'une reprise qui se poursuit en zone euro, largement influencée par la remontée du transport de fret et de passagers. Au Luxembourg en revanche, le fret aérien tend à se replier depuis 2022 (alors qu'il avait surperformé en 2020 et 2021 durant la crise sanitaire). Il pèse ainsi sur la valeur ajoutée de la branche, où les créations d'emplois ont nettement ralenti depuis le 2^e trimestre 2023.

Graphique 2.3

Une perte de confiance des entreprises en ligne avec l'inflexion de l'activité pour l'économie marchande non financière

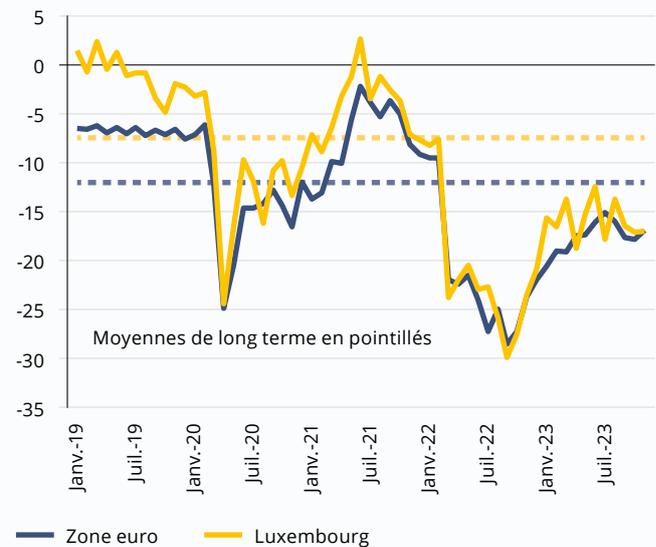


Source: STATEC

Graphique 2.4

Le moral des consommateurs s'est redressé, mais demeure faible

Indicateur de confiance des consommateurs, en points



Sources: BCL, Commission européenne (données désaisonnalisées)

Pour les TIC, la valeur ajoutée avait connu une croissance à deux chiffres en 2021 et 2022 au Luxembourg, mais les derniers trimestres témoignent d'une certaine stagnation, alors qu'elle continue à progresser en zone euro. L'emploi dans cette branche augmente cette année presque deux fois moins vite au Luxembourg qu'en zone euro. Enfin, pour la construction, la valeur ajoutée en volume montre un repli d'environ 6% cette année par rapport à 2022, alors qu'elle est demeurée plus ou moins stable en zone euro.

Il est aussi important de noter que dans beaucoup de pays de la zone euro, l'année 2022 avait encore été marquée par des phénomènes de rattrapage post-pandémie – qui ont soutenu la trajectoire du PIB et donné une impulsion de croissance plus élevée pour 2023 – entre autres dans les domaines d'activité liés au tourisme (qui, au Luxembourg, n'influencent que peu la trajectoire du PIB). Si le Luxembourg avait très rapidement retrouvé son niveau d'activité pré-pandémie (cf. graphique 2.1), le processus a été bien plus long pour d'autres États membres, ce qui a pu jouer mécaniquement en défaveur du Luxembourg sur la fin de 2022 et le début de 2023.

La confiance des entreprises luxembourgeoises s'est nettement affaïssée

Si les données des comptes nationaux peuvent faire l'objet de révisions ultérieures, elles montrent pour le moment une image proche de celle retracée par les enquêtes de conjoncture menées auprès des entreprises (industrie, construction, commerce de détail et autres services non financiers⁴). L'indicateur de confiance synthétique établi pour l'ensemble des activités marchandes non financières retrace en effet bien la forte dégradation de la valeur ajoutée en volume correspondante entamée en 2022 et le maintien sur un rythme de croissance quasi nul au cours des derniers trimestres (cf. graphique 2.3).

Il n'y a pas qu'au Luxembourg que la confiance des entreprises s'est dégradée depuis 2022, mais la baisse est relativement plus prononcée au Luxembourg qu'en zone euro (en particulier dans les domaines de la construction et des services non financiers).

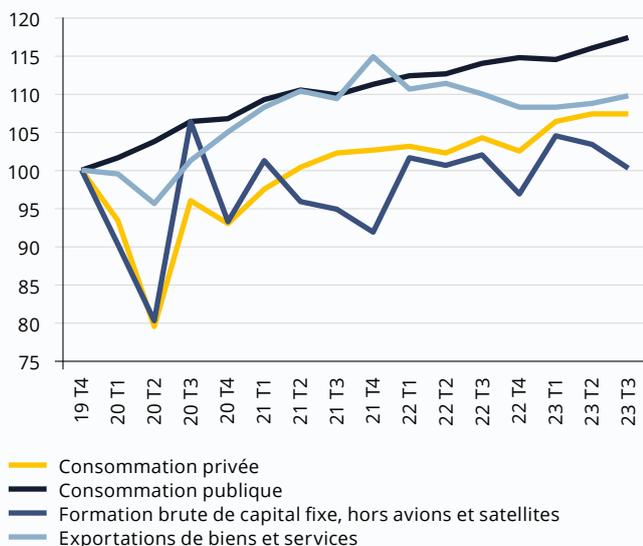
Le moral des ménages, qui s'était fortement dégradé en 2022 après le début de la guerre en Ukraine, a par contre rebondi en 2023 (les tendances relevées sont très similaires entre le Luxembourg et la zone euro, cf. graphique 2.4), sous l'effet d'opinions plus optimistes concernant les perspectives liées à la situation financière personnelle et à l'évolution

⁴ Les services financiers ne font pas partie du champ de ces enquêtes.

Graphique 2.5

Tendances positives sur la consommation, négatives sur les exportations en 2023

Composantes du PIB sous l'optique dépenses, indices 2019 T4 = 100

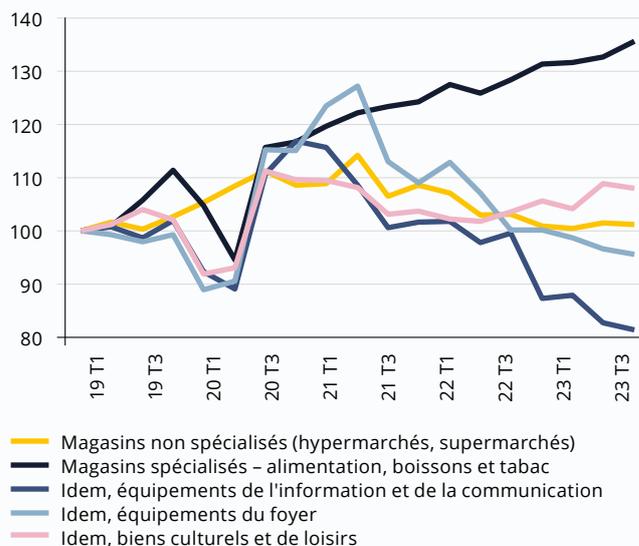


Source: STATEC (Comptes nationaux, données en volume désaisonnalisées)

Graphique 2.6

Des trajectoires contrastées pour les enseignes du commerce de détail

Chiffre d'affaires en volume, indices 2019 T1 = 100



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

5 Cette faiblesse de la confiance des ménages pourrait expliquer le niveau encore élevé de l'épargne au Luxembourg (cf. graphique 2.20) et en zone euro.

de l'économie. Néanmoins, la confiance des ménages demeure faible (inférieure aux moyennes historiques) et l'on perçoit même une nouvelle dégradation (encore légère) depuis l'été 2023⁵.

Une consommation dopée par les ventes de voitures

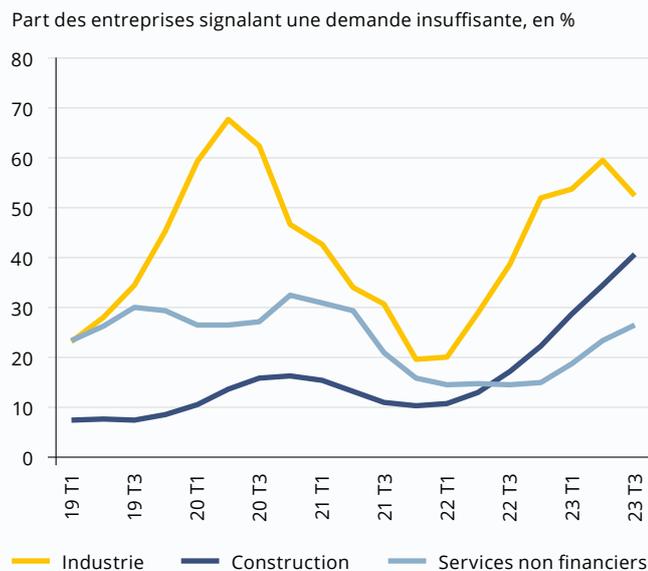
La consommation des ménages a cependant bien résisté en 2023 (+3.7% par rapport à l'année précédente sur les 3 premiers trimestres), soutenue principalement par les achats de voitures. En effet, les nouvelles immatriculations de voitures particulières affichent en 2023 une hausse de presque 20% par rapport à l'année passée, alors qu'elles avaient baissé de 5% en 2022. Ces tendances sont relativement similaires en zone euro et s'expliquent par les contraintes qui ont pesé sur l'industrie automobile l'année passée (notamment à cause des pénuries de puces électroniques) et par un réajustement de l'offre par rapport à la demande en 2023. On constate par ailleurs un volume de dépenses plus important cette année pour les services de restauration et les services récréatifs marchands.

Le rebond des ventes de véhicules, qui vient par ailleurs soutenir aussi les dépenses d'investissement des entreprises, passe par une hausse des importations, et celles-ci jouent en négatif sur le PIB. Les importations de biens et services ont certes baissé en 2023, mais de manière moins prononcée que les exportations (surtout celles de services financiers et en particulier celles liées aux fonds d'investissement), d'où une contribution négative du solde extérieur des échanges à l'évolution du PIB.

Il est difficile dans ces conditions d'évoquer une bonne tenue générale de la consommation des ménages, en l'occurrence il s'agit plutôt d'un rattrapage pour des achats de biens qui n'avaient pas pu se faire l'an passé. Les indicateurs du commerce de détail montrent d'ailleurs une situation plus contrastée, avec un volume de ventes qui s'est replié cette année pour les enseignes généralistes et celles spécialisées dans les biens d'équipement destinés aux ménages (cf. graphique 2.6).

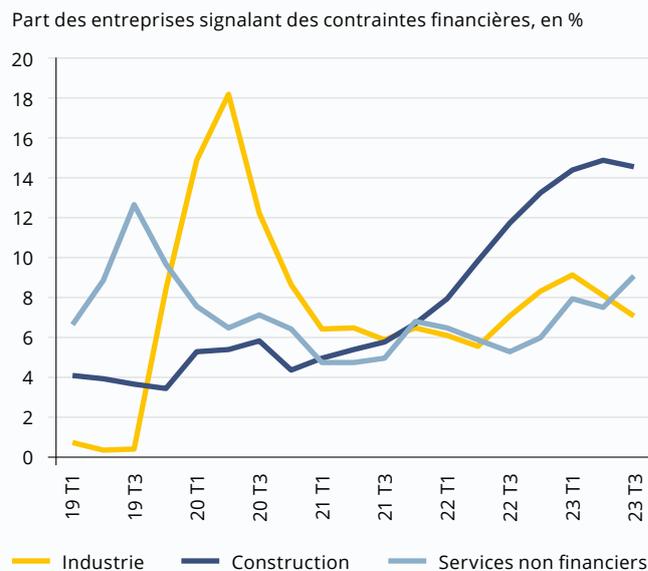
Les dépenses de consommation publique (en volume) ont quant à elles progressé cette année à un rythme annuel proche de 2.5%, équivalent à celui de 2022.

Graphique 2.7
Des problèmes de demande...



Source: STATEC (enquêtes de conjoncture) – moyennes mobiles centrées sur 3 trimestres

Graphique 2.8
... alliés à des contraintes financières



Source: STATEC (enquêtes de conjoncture) – moyennes mobiles centrées sur 3 trimestres

Les entreprises confrontées à la baisse de la demande et à des difficultés de financement

Les entreprises du Luxembourg demeurent confrontées à des problèmes de demande. Dans les enquêtes de conjoncture, une question spécifique leur est adressée à ce sujet et l'on peut constater qu'au cours des derniers trimestres, elles sont relativement plus nombreuses à évoquer une demande insuffisante parmi les facteurs qui peuvent peser sur leur activité. Cette remontée des opinions négatives vis-à-vis de la demande a commencé dès 2022 pour l'industrie et la construction, mais elle s'est aussi matérialisée pour les activités de services depuis le début de 2023.

Ce manque de demande croissant dans les services concerne de nombreux domaines d'activité: transports (routiers et aériens) et entreposage, services d'hébergement, activités juridiques et comptables, activités des sièges sociaux et conseils de gestion, services de location, activités liées à l'emploi (agences d'intérim, cabinets de recrutement), services à la personne.

À une moindre échelle, les entrepreneurs tendent aussi à déplorer davantage de contraintes d'ordre financier pesant sur leur activité, un élément à mettre en perspective avec le repli des crédits aux entreprises (voir ci-après). Derrière cette évolution, on retrouve là aussi les services de transports, de location et les activités juridiques et comptables, ainsi que la restauration, la production audiovisuelle, les activités immobilières et les services d'enquêtes et sécurité.

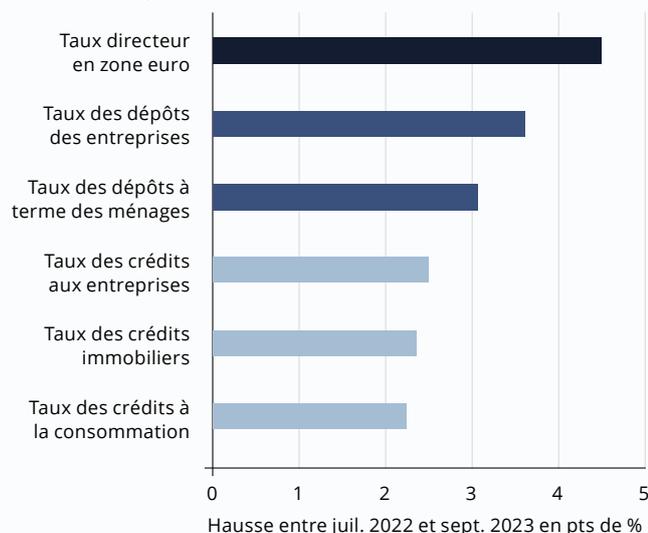
C'est néanmoins dans la branche de la construction que ces contraintes financières sont le plus largement évoquées. Qu'il s'agisse d'ailleurs des difficultés d'ordre financier ou liées à la demande, elles atteignent un niveau record pour cette branche en 2023 (alors que pour l'industrie par exemple, de tels niveaux avaient déjà été observés en 2020).

Les entreprises sont en revanche un peu moins nombreuses à évoquer des difficultés de recrutement, en lien avec le refroidissement du marché du travail (cf. chapitre 4).

Graphique 2.9

Des taux d'intérêt beaucoup plus élevés sur les nouveaux crédits et dépôts

Taux d'intérêt moyens sur les nouveaux crédits et dépôts au Luxembourg

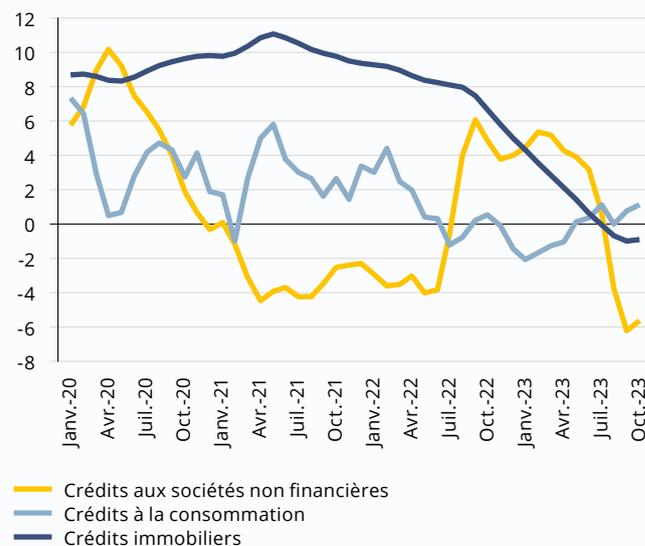


Sources: BCL, BCE

Graphique 2.10

Les encours de crédits immobiliers et de prêts aux entreprises du Luxembourg se replient

Variation annuelle en %



Source: BCL, moyennes mobiles sur 3 mois

6 Pour les crédits immobiliers uniquement, 44% ont été octroyés avec des taux variables au cours des 10 dernières années au Luxembourg, contre 18% en zone euro.

7 Cf. Conjoncture flash 11-2023.

8 Cf. Baromètre de l'économie - S2 2023 - Thématique: Financement des entreprises, <https://www.cc.lu/toute-linformation/publications/detail/barometre-de-leconomie-s2-2023-thematique-financement-des-entreprises>

Forte remontée des taux d'intérêt...

Depuis juillet 2022, le relèvement des taux directeurs de la BCE (+4.5 points de %) a permis aux banques d'augmenter les taux d'intérêt de 2.5 points de % en moyenne sur les nouveaux crédits et de 3.3 points de % sur les dépôts. Le Luxembourg fait partie des six pays de la zone euro avec la plus forte part de prêts à taux variable (90% des nouveaux crédits octroyés aux entreprises et ménages en moyenne sur les 10 dernières années, contre 64% en zone euro⁶). Les taux sur les encours de crédits ont donc été ajustés à la hausse plus vite et plus fortement au Luxembourg qu'en zone euro. Pour les crédits aux entreprises, le taux moyen sur les encours de crédits était de 4.2% en septembre au Luxembourg (+2.7 points de % depuis juillet 2022) contre 3.8% en zone euro (+2.1 points de %). Le taux moyen sur les encours de crédits immobiliers est de 2.8% (+1.2 point de %), contre 2.3% en zone euro (+0.7 point de %). D'un autre côté, le taux sur les dépôts à terme des ménages est aussi plus élevé au Luxembourg, à 3.3% (+3.2 points de %) contre 2.3% en zone euro (+2.1 points de %)⁷. Les charges d'intérêt des ménages au Luxembourg ont ainsi été multipliées par 5 sur un an et les revenus d'intérêts multipliés par 4 (ces revenus et charges ont été multipliés par 3 en zone euro).

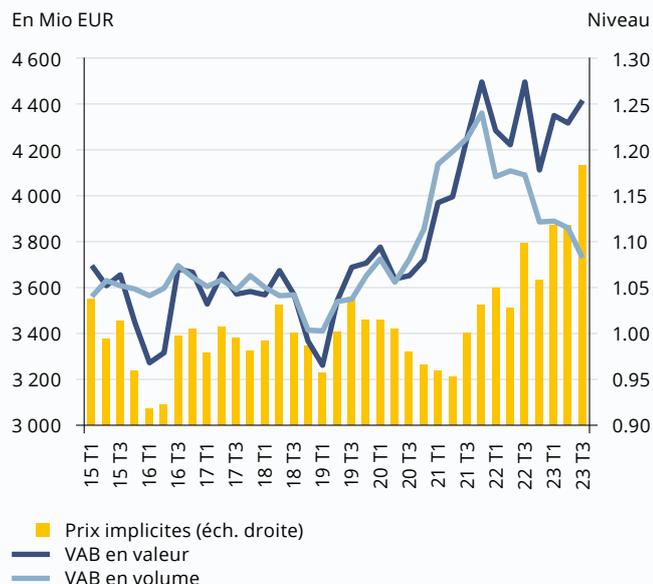
... qui pèse sur les crédits bancaires et l'investissement

Le resserrement de la politique monétaire a durci les conditions et critères d'octroi de crédits, affectant la capacité à investir. Elle a fait plonger le montant de nouveaux crédits de 60% sur un an en septembre pour les entreprises et de 40% pour l'immobilier. Les encours de crédits immobiliers se replient de façon inédite depuis le début de 2023 (-1% sur un an en septembre, contre une croissance moyenne de 8% sur les dix dernières années) et les encours de crédits des entreprises du Luxembourg sont en baisse de 6%.

Selon l'enquête semestrielle du Baromètre de l'Économie de la Chambre de Commerce⁸, 45% des entreprises interrogées disent avoir recours au financement bancaire (principalement pour des raisons d'investissement, mais également pour des besoins de fonds de roulement), alors que 55% d'entre elles se financent exclusivement sur fonds propres. Mais les résultats sont très hétérogènes en fonction des secteurs. Les entreprises ayant des besoins en investissement élevés comme l'industrie, les transports ou la construction sont plus nombreuses à avoir recours aux banques pour se financer (resp. 61%, 54% et 50%).

Graphique 2.11

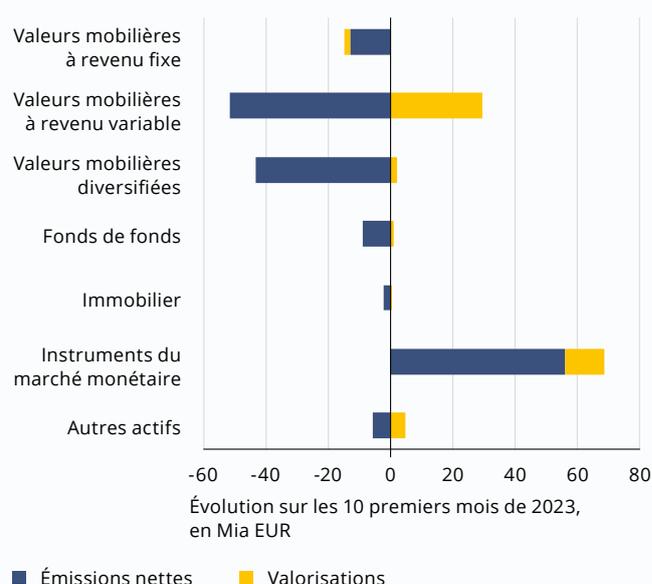
La valeur ajoutée du secteur financier tirillée entre hausse des prix et baisse des volumes



Source: STATEC (Comptes nationaux, données désaisonnalisées)

Graphique 2.12

Pertes d'actifs non monétaires dans les fonds d'investissement



Source: CSSF

Le taux d'investissement des entreprises demeure faible depuis le 2^e trimestre 2022 (à environ 15% contre 20% en moyenne sur les 10 années précédentes). Pour les 6 prochains mois, 65% des dirigeants d'entreprise ont l'intention de stabiliser leur niveau d'investissements, alors que 14% souhaitent investir plus et 21% envisagent d'investir moins, laissant craindre le maintien d'un niveau d'investissement relativement bas. Certains secteurs affichent un pessimisme important, notamment celui de la construction (36% pensent devoir freiner leurs investissements contre 6% en faveur d'une augmentation), de l'Horeca (28% contre 12%) et de l'industrie (25% contre 10%). Selon l'enquête sur le crédit bancaire, les critères d'octroi de crédits aux entreprises se seraient encore durcis au dernier trimestre de 2023.

La réduction des volumes d'actifs affecte la valeur ajoutée du secteur financier

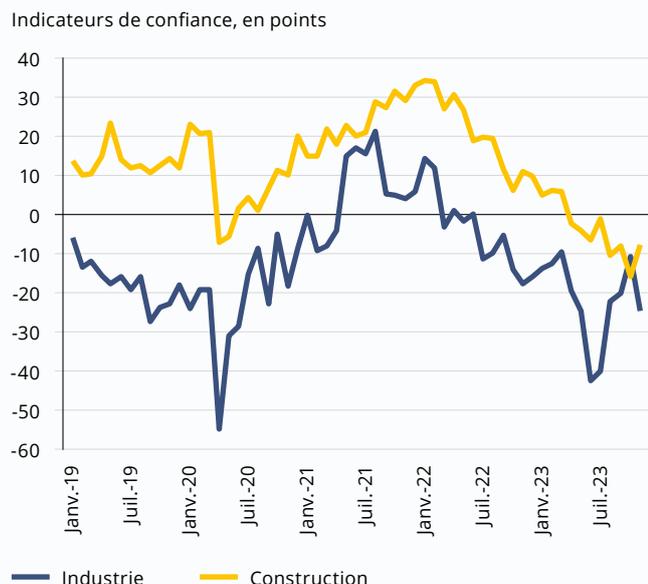
La tendance à la baisse de la VAB en volume du secteur financier se poursuit au 3^e trimestre 2023 (-3.4% sur un trimestre, -8.8% sur un an), alors que la VAB en valeur remonte (+2.2% sur un trimestre, -1.8% sur un an)⁹. Les résultats du secteur financier sont uniquement soutenus par des effets prix (hausse des taux d'intérêt et des valorisations en bourse) qui sont neutralisés dans les estimations de la valeur ajoutée en volume, alors que les émissions nettes d'actifs dans les fonds et les volumes de crédits diminuent.

Si les banques profitent encore de la forte hausse des revenus d'intérêt sur leurs résultats, la baisse des encours de crédits pèse sur l'évolution de la VAB en volume. Les banques dépositaires et les gestionnaires de fonds pâtissent quant à eux de la baisse des commissions nettes et des actifs des fonds d'investissement (-1% d'actifs sur un an en octobre). Les émissions nettes dans les organismes de placement collectif demeurent négatives (-63 Mia EUR sur les 10 premiers mois de 2023) malgré le rebond des marchés boursiers (+25% sur un an). Tous les actifs sont concernés par ces sorties de fonds, exceptés les instruments du marché monétaire (cf. graphique 2.12) qui offrent de meilleurs rendements (grâce à la remontée des taux) à moindre risque.

Côté assurance-vie, la baisse des primes encaissées observée depuis le 2^e trimestre 2022 continue (-17% sur un an au 3^e trimestre). Cependant, contrairement aux trimestres précédents, cette baisse concerne uniquement les produits en unité de compte (-23% sur un an), alors que les primes sur les produits à rendement garanti repartent à la hausse (+1.4%).

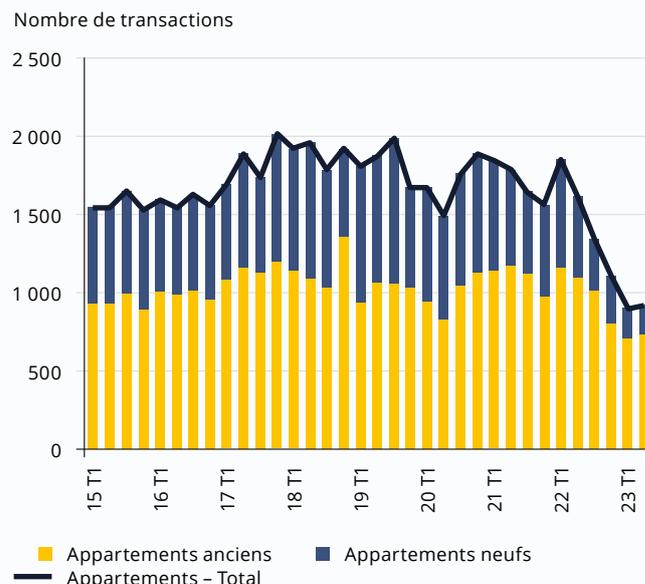
⁹ Selon les premières estimations des comptes trimestriels. Ces estimations seront soumises à des révisions sur les prochains trimestres. La révision moyenne de la croissance de la VAB du secteur financier est de 0,6 point de % (la révision moyenne absolue est de 4,2 points de %).

Graphique 2.13
Le moral en berne dans l'industrie et la construction



Source: STATEC (données désaisonnalisées, dernier point: nov. 2023)

Graphique 2.14
Les ventes de logements neufs se sont effondrées



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

10 L'indicateur de confiance de l'industrie est la moyenne arithmétique des soldes d'opinions relatifs à trois questions de l'enquête: l'état du carnet de commandes, le niveau des stocks (pris en négatif) et les perspectives de production.

11 Notamment dans les domaines du plastique et caoutchouc et des machines et équipements (qui ont largement contribué au recul de la production en 2023), ainsi que de la métallurgie.

12 Cf. Conjoncture flash de novembre 2023, "Déclin dans la construction": <https://statistiques.public.lu/dam-assets/catalogue-publications/conjoncture-flash/2023/flash-11-23.pdf>

13 Ces travaux spécialisés incluent surtout les activités de parachèvement et d'installations techniques.

Le point bas dépassé pour l'industrie?

La valeur ajoutée en volume de l'industrie progresse cette année de 6% environ par rapport à 2022 (sur base des 3 premiers trimestres). Celle-ci est néanmoins fortement influencée par les opérations de sous-traitance et de travail à façon, qui font que la production calculée selon les normes des comptes nationaux (+3.5% sur la même période) diverge de celle qui est physiquement produite au Luxembourg (-6% d'après les enquêtes d'activité dans l'industrie). La seconde montre des liens plus étroits avec l'emploi de cette branche, mais aussi avec les indicateurs issus des enquêtes de conjoncture, qui servent notamment à calculer l'indicateur de confiance¹⁰ (cf. graphique 2.13). Cette confiance a baissé de manière quasi continue depuis 2022, mais elle semble avoir atteint un point bas au début de l'été 2023 et tendrait à se redresser depuis (en particulier grâce à des opinions plus favorables sur les perspectives de production¹¹). En zone euro par contre, elle ne montre pas de redressement mais semble stagner à un niveau plancher sur les derniers mois.

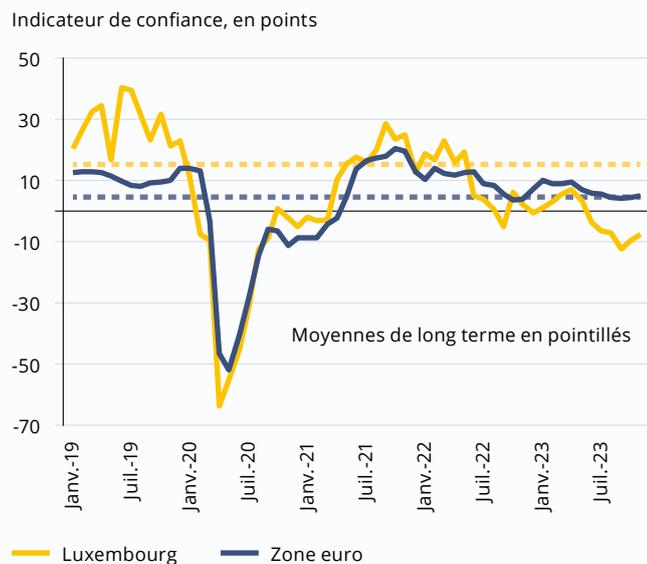
Un recul marqué de l'activité dans la construction

La valeur ajoutée en volume de la construction enregistre un repli de l'ordre de 6% cette année. La baisse de la demande sur le marché immobilier, liée à l'augmentation du coût des crédits mais aussi au durcissement des critères d'octroi des banques, a des conséquences très négatives sur l'activité de la branche¹². Le recul de l'activité est particulièrement marqué pour le domaine de la construction de bâtiments, ceux du génie civil et des travaux de construction spécialisés¹³ étant bien moins affectés. Une configuration similaire ressort des données de l'emploi pour cette branche, où les effectifs reculent pour le 3^e trimestre d'affilée (cf. chapitre 4).

Le secteur de l'immobilier fait à la fois face à un recul des prix de vente (-6.4% sur un an au 2^e trimestre 2023) et des transactions, particulièrement marqué pour les appartements neufs (dont le nombre cette année a été plus que divisé par trois par rapport aux niveaux observés en 2020-21). Les transactions marquent cependant un léger rebond au 2^e trimestre, à voir si le mouvement s'est confirmé depuis (les résultats du 3^e trimestre seront publiés le 21 décembre).

Graphique 2.15

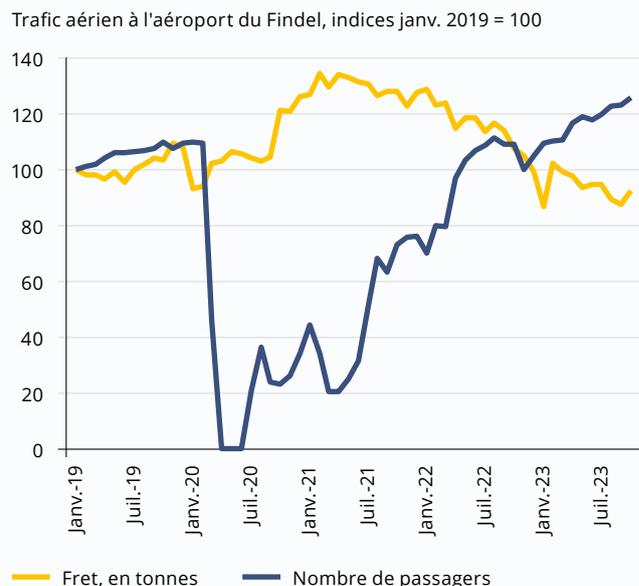
Le moral des services non financiers relativement plus touché au Luxembourg



Sources: Commission européenne, STATEC (données désaisonnalisées, dernier point: nov. 2023)

Graphique 2.16

Le repli du fret aérien arrivé à terme?



Sources: ANA, STATEC (données désaisonnalisées)

Une conjoncture difficile pour les services non financiers

Les enquêtes de conjoncture dans les services non financiers montrent des résultats assez similaires entre le Luxembourg et la zone euro. La confiance¹⁴ des entreprises s'est repliée au cours de 2022, a enregistré une légère remontée au début de 2023 et a repris une allure baissière par la suite. Au Luxembourg cependant, l'indicateur de confiance enregistre un recul plus marqué sur la période récente et se situe bien en deçà de sa moyenne de long terme (cf. graphique 2.15). La dégradation observée entre mai et septembre 2023 concerne principalement les transports terrestres, la restauration, les activités juridiques et comptables, les activités de location ainsi que les activités administratives et autres activités de soutien aux entreprises.

L'indicateur de confiance enregistre cependant un léger rebond en octobre et novembre. Même si la part des entreprises estimant la demande insuffisante s'est nettement accrue (cf. graphique 2.7), une certaine amélioration s'observe sur ces deux mois concernant la demande récente et les perspectives de demande à 3 mois. Ce regain d'optimisme – très modéré et sur lequel il faut rester prudent considérant la volatilité de la série – provient notamment des activités de transport aérien, de poste et courrier, d'hébergement, de la publicité et études de marché et, dans une moindre mesure, des services juridiques et comptables.

La valeur ajoutée des services de transports a été lourdement affectée en 2022 et 2023¹⁵ par le repli du fret aérien (après une année 2021 exceptionnelle). Le volume de fret aérien semble cependant se stabiliser sur les derniers mois (à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la crise pandémique), ou du moins reculer de manière bien moins prononcée.

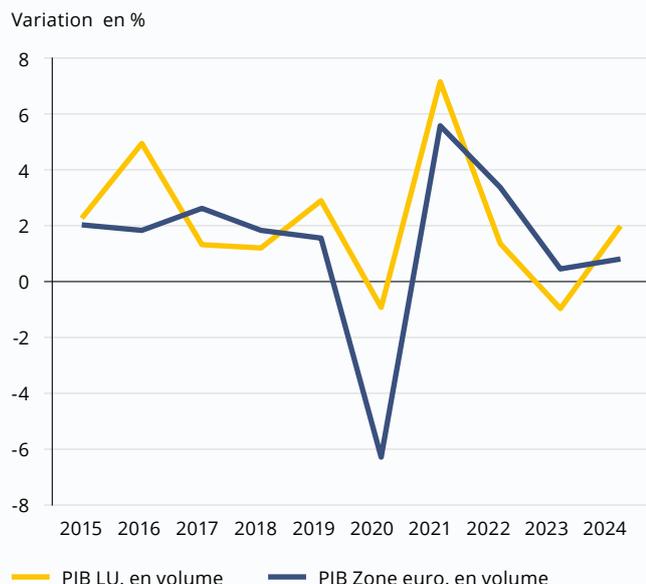
Pour l'Horeca, la valeur ajoutée montre une progression relativement forte en 2023 (+8.5% sur un an sur les trois premiers trimestres), surtout du fait que le début de 2022 était encore marqué par des restrictions sanitaires contraignantes pour l'activité. La fréquentation touristique (en termes d'arrivées) a progressé de 6% environ cette année (sur les 9 premiers mois, soit environ deux fois moins qu'à l'échelle de la zone euro), mais le nombre de nuitées en hébergements touristiques a par contre stagné par rapport à 2022 (la météo maussade de l'été a notamment pesé sur les campings à ce niveau).

¹⁴ L'indicateur de confiance des services non financiers est la moyenne arithmétique des soldes d'opinions relatifs à trois questions de l'enquête: évolution de la situation de l'entreprise sur les 3 derniers mois, évolution de la demande sur les 3 derniers mois, perspectives de demande sur les 3 prochains mois.

¹⁵ Avec des baisses en volume de 6% en 2022 et de 9% en 2023 (sur les 3 premiers trimestres).

Graphique 2.17

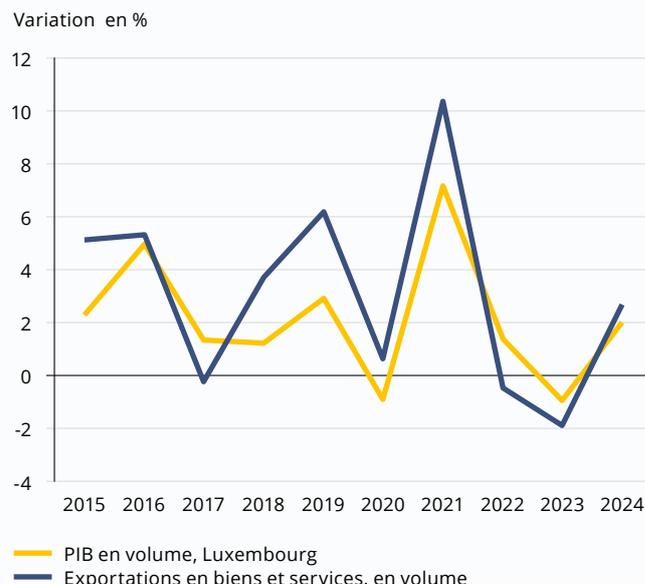
Le Luxembourg en récession en 2023, mais pas la zone euro



Source: STATEC (2023-2024: estimations/prévisions)

Graphique 2.18

Les exportations pèsent sur la dynamique de croissance en 2022 et 2023



Source: STATEC (2023-2024: estimations/prévisions)

16 Les publications futures des comptes nationaux trimestriels et annuels risquent de donner une image différente, comme cela a souvent été le cas par le passé.

17 L'acquis strict pour 2024 était de 0% à la fin du 2^e trimestre 2023 (dernière estimation des comptes nationaux disponible lors des prévisions). Le résultat pour 2024 sera favorablement influencé par la disparition de l'effet de base négatif, entraîné par la baisse de la valeur ajoutée au T4 2022.

Le Luxembourg souvent en récession lorsque le secteur financier va mal

Le Luxembourg serait en récession en 2023, sous l'effet majeur de la trajectoire baissière prise par le secteur financier depuis 2022, sur base des données des comptes nationaux révisés en septembre dernier. Les prévisions de croissance pour la zone euro ont, de surcroît, été revues à la baisse par rapport à celles de la précédente Note de conjoncture (cf. chapitre 1). En conséquence, le STATEC révisé les perspectives de croissance du PIB en vol. à la baisse pour le Luxembourg¹⁶:

- De +1.5% à -1% pour 2023;
- De +2.5% à +2% pour 2024.

Comme le déflateur du PIB est revu à la hausse, les révisions sur le PIB en valeur sont moins prononcées.

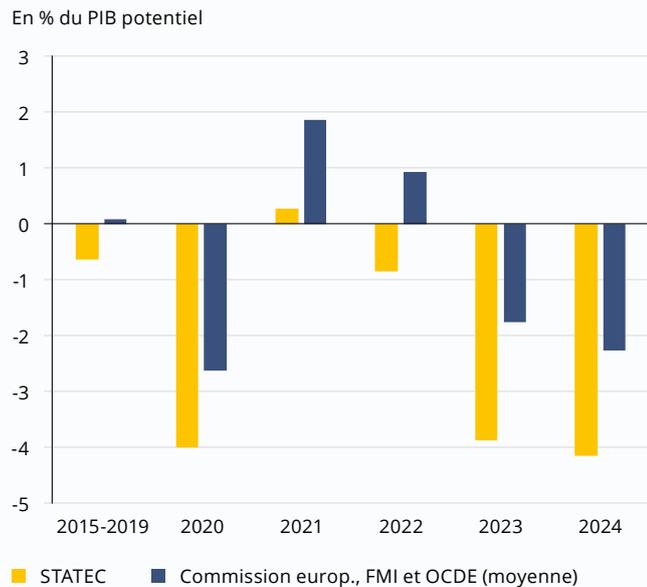
Depuis la grande crise financière de 2008/2009, le PIB en volume du Luxembourg a crû moins rapidement que celui de la zone euro à six reprises (2008, 2011, 2017-2018, 2023-2024). À chaque fois, l'activité dans le secteur financier diminuait, quatre fois sur six en lien avec un repli des marchés boursiers.

Le secteur financier avait connu une année record en 2021, avec une hausse de la VAB en vol. de 13.5%, proche des expansions maximales précédentes (1999 et 2006), sans doute en lien avec l'envolée de l'Euro Stoxx (+23%). À partir de 2022, la normalisation de la politique monétaire a augmenté la profitabilité des opérations sur crédits. Mais alors que cela s'est répercuté sur la valeur ajoutée en valeur (modérément il est vrai), la déflation effectuée au niveau de la comptabilité nationale a entraîné des baisses des volumes: -4.5% en 2022 et (provisoirement) -4% en 2023. Il y aurait donc implicitement une hausse des prix plus prononcée que des valeurs. Pour 2024, le STATEC anticipe une légère hausse de la VAB en volume du secteur financier (+0.5%)¹⁷.

À la fin du 3^e trimestre, l'acquis strict pour les autres branches marchandes, pour 2023, est de -0.3%. Pour l'année dans son ensemble, le STATEC y anticipe une baisse de la VAB en vol. de 0.5%, suivie d'une reprise plus franche, en 2024 (+1.6%). Cette dernière serait à voir en lien avec la (légère) reprise du PIB de la zone euro et celle, plus solide, des importations de biens des partenaires commerciaux (-3.6% en 2023; +2% en 2024).

Graphique 2.19

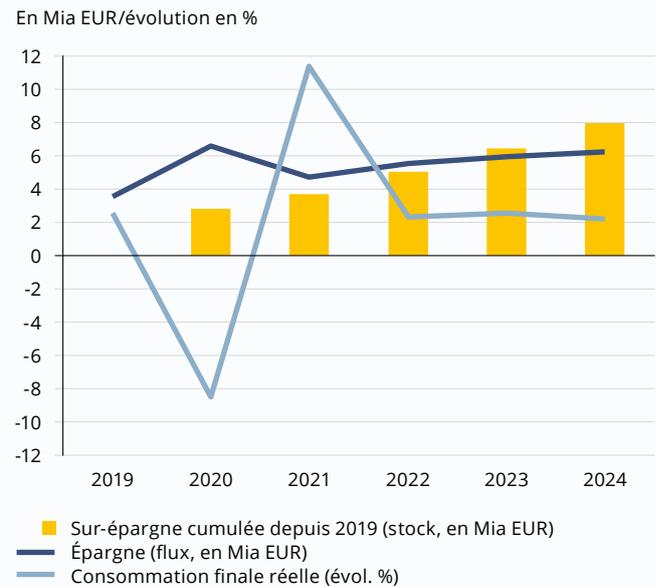
Un écart de production à dominante négative depuis 2015



Sources: comme indiquées (2023-2024: estimations/prévisions)

Graphique 2.20

Les ménages continuent d'accumuler de l'épargne



Source: SATEC (2023-2024: estimations/prévisions)

Mais le Luxembourg exporte aussi et surtout des services non financiers. Les exportations correspondantes stagneraient en 2023, mais reprendraient en 2024 (+4%), tout en restant, pour la 3^e année consécutive, en deçà des dynamiques passées.

La demande intérieure comme facteur de stabilisation

Depuis le rebond post-Covid, la consommation (des ménages et du secteur public) constitue un facteur de stabilisation de la conjoncture. Alors que les exportations auraient baissé en 2022 et en 2023 et que la formation brute de capital fixe est très volatile et également orientée à la baisse (cf. ci-après), la demande des ménages et du secteur public pour des biens/services est restée notoirement stable. Leurs contributions à la croissance brute¹⁸ se sommeraient à 1.2 point en 2022 (PIB vol.: +1.4%) et 1.6 point en 2023 (PIB vol.: -1%).

Pour 2024, le STATEC anticipe une hausse de la consommation privée et publique toujours forte (resp. +2.4% et +2.2%) sur base des éléments suivants:

- Un soutien appuyé du secteur public pour parer aux effets négatifs de la crise énergétique (cf. Note de conjoncture 1-2023, p. 67), se soldant par des hausses des dépenses publiques réelles au-dessus de la moyenne observée depuis 2010 (mis à part 2020, marquée par les dépenses liées à la pandémie);
- Des allègements fiscaux qui accompagnent une compensation quasiment intégrale, au niveau des salaires nominaux, de la hausse des prix, se traduisant en une hausse élevée (mais pas record) du revenu disponible réel¹⁹.

Les ménages ne semblent pas baisser leur taux d'épargne, voire continuent d'accumuler de l'épargne²⁰. De ce fait, la hausse de la consommation privée pourrait être plus forte encore, un risque haussier que le STATEC a analysé à part (cf. dernière page du chapitre).

D'après les calculs du STATEC, le Luxembourg retrouverait, en 2023 et 2024, un écart de production négatif, proche de celui de 2020 (-4% environ). Les chiffres publiés par les institutions internationales (moyenne simple au graphique 2.19) sont moins négatifs, mais les prévisions de croissance et de PIB potentiel diffèrent également.

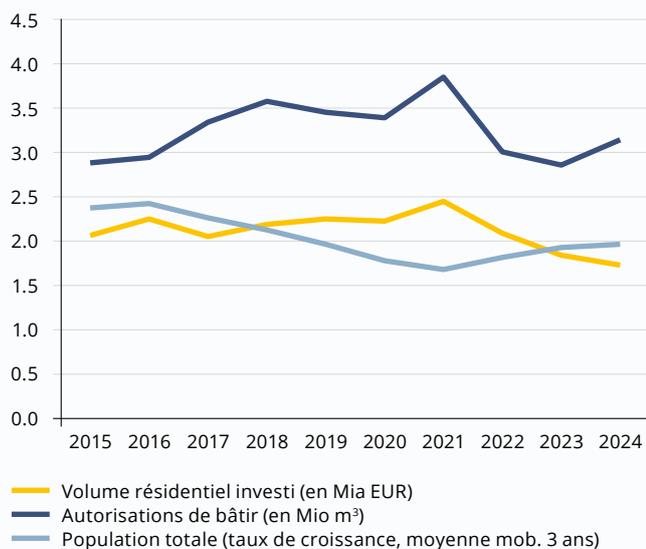
¹⁸ Brute car elles comprennent le volet importé (cf. contenu en importations).

¹⁹ Les mesures annoncées dans l'accord de coalition n'ont pas été intégrées dans ces prévisions.

²⁰ Le taux d'épargne traduit un flux, alors que la sur-épargne accumulée (cf. graphique 2.20) constitue un stock. Elle est fonction des épargnes réalisées successivement, depuis 2020, tout en étant basée sur le taux d'épargne pré-Covid observé en 2019. Ce dernier était de 14.5%, alors que le STATEC anticipe environ 19% en 2023 et 2024.

Graphique 2.21

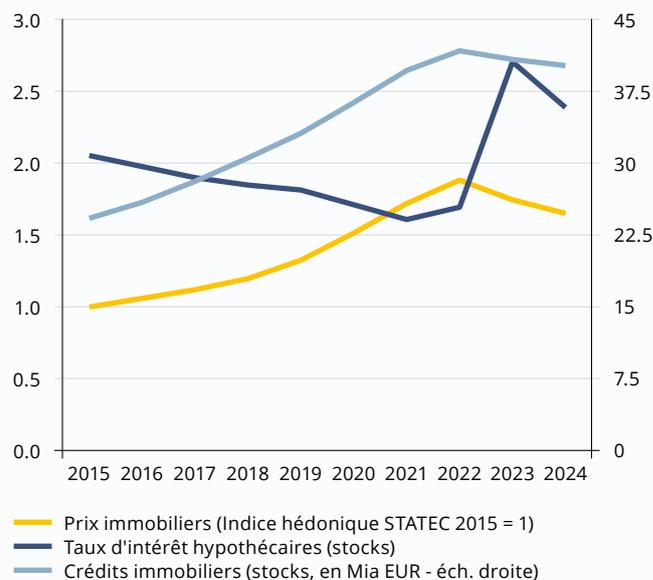
Le volume résidentiel investi a culminé en 2021 et décroît depuis



Source: STATEC (2023-2024: estimations/prévisions)

Graphique 2.22

La baisse des prix immobiliers, alliée à celle des taux à partir de 2024, devraient initier une reprise du marché



Source: STATEC (2023-2024: estimations/prévisions)

21 S'il y a eu moins de demandes de crédits, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire montre aussi que les banques ont accordé moins facilement de crédits (donc il y a aussi le côté offre qui joue à ce niveau, même si on ne peut pas le mesurer précisément).

22 Les données du 1^{er} semestre 2023 font état d'une hausse en glissement annuel de plus de 10% du volume à bâtir correspondant.

Le STATEC évalue la croissance potentielle à légèrement plus de 2% en 2023 et 2024, en baisse par rapport aux deux années précédentes (+2.5%).

La baisse de l'investissement résidentiel devrait perdurer en 2024....

La création de nouveaux logements résulte de décisions multifactorielles qui ne peuvent pas toutes être résumées dans des équations. En se bornant à ce qui fait implicitement partie des modèles du STATEC, on peut faire les constats suivants:

- La demande (croissance de la population, surtout immigration liée au marché du travail) ralentit depuis 2016, mais devrait accélérer sur l'horizon de prévision;
- L'investissement a bénéficié pendant 10 ans environ de taux de financement historiquement faibles, ce qui expliquerait son maintien à des niveaux élevés jusqu'en 2021, en dépit du ralentissement de la demande (population);
- Le marché a sans doute été gonflé de ce fait, ce qui s'est surtout fait remarquer au niveau des prix (des transactions), alors que l'offre peinait à suivre;
- La hausse des taux, démarrant à la mi-2022, a commencé à freiner la demande (cf. baisse des crédits) quasi simultanément²¹.

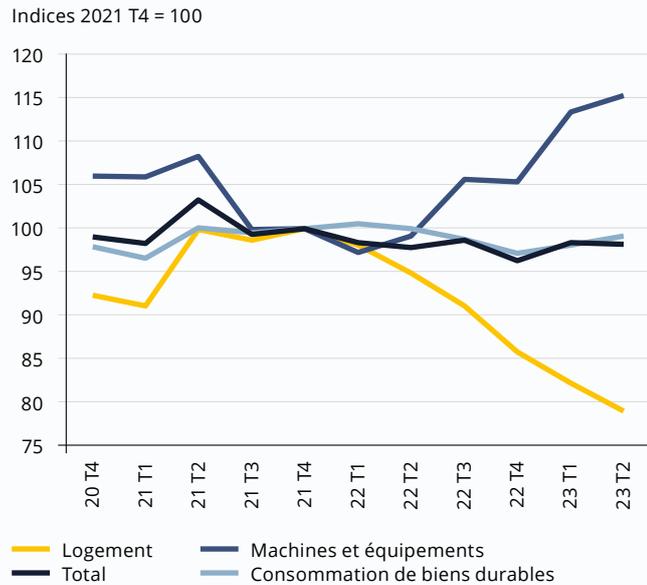
... mais les fondements pour une reprise semblent se mettre en place

En cette fin d'année 2023, nombre d'indicateurs mensuels disponibles (s'arrêtant souvent à la mi-2023) font encore état d'un marché déprimé. En revanche, les transactions ne baissent plus au 2^e trimestre, les taux sur les nouveaux crédits se stabilisent au 3^e trimestre et les autorisations de bâtir pourraient rebondir en 2024²². La baisse des prix (qui concerne surtout l'ancien) a le potentiel d'amener de nouveaux acheteurs sur le marché, alors que la demande se voit renforcée par la solide progression du revenu disponible, la poursuite des flux d'immigration ainsi que la sur-épargne, liée encore en partie à l'épisode du Covid.

Le STATEC s'attend ainsi à ce que la baisse des prix continue encore jusqu'à la mi-2024, résultant en une baisse totale ("peak-to-trough") de 15% (-7.6% en 2023, -5.2% en 2024). L'investissement serait également en baisse encore en 2024, tout comme les crédits, mais il s'agit en partie de conséquences des fortes baisses de 2023 (cf. acquis de (dé-)croissance).

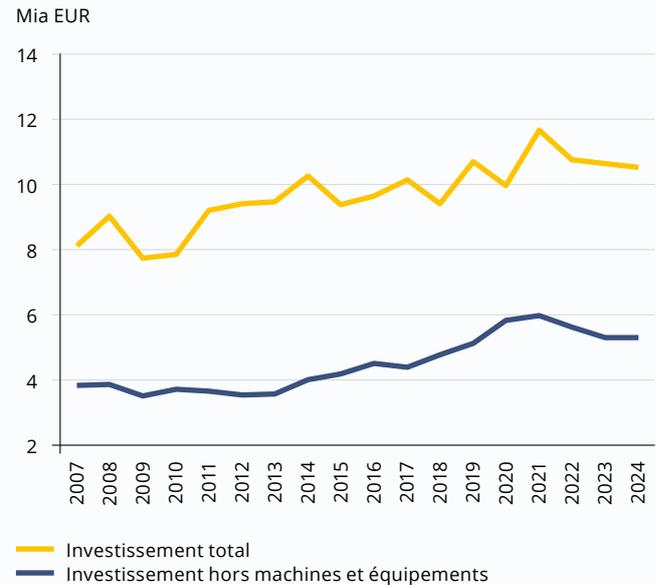
Graphique 2.23

L'investissement en logements le plus affecté par la hausse des taux d'intérêt



Graphique 2.24

L'investissement en baisse depuis 2021



Si la baisse des taux directs démarre effectivement au 2^e trimestre de 2024, ce que les marchés anticipent actuellement, et qu'elle continue par la suite, le STATEC s'attend à un rétablissement progressif du marché à partir de la deuxième moitié de l'année prochaine.

La baisse générale de l'investissement devrait perdurer en 2024

Depuis 1995, on dénombre 4 épisodes haussiers et baissiers des taux directs. L'épisode de resserrement actuel se distingue par une hausse plus rapide des taux à trois mois, la hausse trimestrielle moyenne étant de +0.7 point de % contre +0.2 à +0.5 point lors des autres phases. Le but d'un resserrement de la politique monétaire est de freiner (baisser) la demande, afin de faire revenir l'inflation dans les bornes visées par la Banque centrale.

Lors des trois épisodes haussiers précédents, la baisse de l'investissement commençait entre 0 et 3 trimestres après la hausse des taux, elle durait 2 à 3 trimestres et il fallait entre 2 et 5 trimestres (après la fin de l'épisode baissier de l'investissement) pour retrouver le niveau ayant prévalu avant l'entame du cycle haussier des taux. L'épisode actuel se caractérise par une réaction rapide de l'investissement et une baisse assez longue (5 trimestres) sans que le niveau pré-crise n'ait été atteint à la mi-2023 (ce qui semble normal vu que le cycle haussier des taux n'y était pas terminé).

Un autre phénomène mérite attention, à savoir le comportement atypique de l'investissement en machines et équipements. Contrairement au logement et la consommation de biens durables (les deux autres composantes de la demande les plus sensibles aux taux d'intérêt), il aurait baissé jusqu'à l'entame du cycle haussier des taux, mais serait en hausse depuis (cf. graphique 2.23²³). Ceci est probablement encore une conséquence de la crise du Covid-19, où les chaînes d'approvisionnement étaient perturbées pendant longtemps, ce qui a entraîné une baisse, au Luxembourg, de l'investissement en machines et équipements 9 trimestres durant, à hauteur de 15% environ. Il s'est mis à réaugmenter exactement au même moment où la hausse des taux a commencé (soit entre les 2^e et 3^e trimestres 2022), ce qui devrait se solder par une hausse de près de 4% pour l'année 2023²⁴.

²³ Dans toute l'analyse, le conditionnel s'impose vu le caractère provisoire des données des comptes nationaux.

²⁴ Il s'agit pour une grande partie de véhicules automobiles.

Tableau 2.1

Évolution macroéconomique du Luxembourg

	Scénario central				Persistance de l'inflation à court terme ¹		Désinflation plus rapide ¹	
	1995-2022	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Évolution en % sauf si spécifié différemment								
Principaux agrégats								
PIB valeur (mia EUR)	.	77.53	80.63	84.00	80.46	82.56	80.71	85.01
Idem, évolution en %	6.2	7.1	4.0	4.2	3.8	2.6	4.1	5.3
RNB (mia EUR)	.	52.22	54.42	56.68	54.34	55.93	54.45	57.34
Idem, évolution en %	5.0	5.3	4.2	4.2	4.1	2.9	4.3	5.3
PIB potentiel (vol.) ²	3.2	2.5	2.2	2.3	2.2	2.3	2.2	2.3
Écart de production (% du PIB pot.) ²	-0.3	-0.9	-3.9	-4.2	-4.0	-5.5	-3.8	-3.0
PIB vol.	3.2	1.4	-1.0	2.0	-1.1	0.7	-0.9	3.2
Emploi total intérieur	3.2	3.4	2.1	1.3	2.0	0.8	2.1	1.7
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4.6	4.8	5.2	5.9	5.2	6.2	5.2	5.7
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.9	6.3	3.8	2.6	3.8	2.5	3.8	2.6
Échelle mobile des salaires	1.9	3.8	5.7	3.3	5.7	3.3	5.7	3.4
Coût salarial moyen	2.6	5.8	6.3	3.1	6.3	2.9	6.3	3.3
Émissions de gaz à effet de serre ³	-2.2	-12.0	-1.9	-1.3	-1.9	-2.2	-1.9	0.0
Finances publiques								
Recettes totales	6.2	7.5	6.9	3.5	6.7	2.3	6.9	4.6
<i>Dont: impôts</i>	6.4	7.4	7.0	3.4	6.9	2.2	7.1	4.4
Dépenses	6.4	9.7	10.1	5.9	10.1	5.9	10.1	5.9
Solde public (% du PIB)	1.5	-0.3	-1.7	-2.7	-1.7	-3.4	-1.6	-2.2

¹ Les scénarios sont décrits dans le texte ci-dessous. ² Pas de différence entre les différents scénarios pour la croissance potentielle. ³ 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). Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

²⁵ Ces investissements sont très volumineux pour le Luxembourg, tout en étant très volatils et potentiellement moins affectés par les conditions de marché (car basés sur des décisions stratégiques de long terme). D'après les données actuelles, leur niveau aurait constitué environ 10% du total en 2021, mais seulement un peu plus de 1% en 2023. Le niveau prévu pour 2024 multiplierait celui de 2023 par 3.5.

²⁶ Basé sur le Plan budgétaire des douzièmes provisoires (cf. chapitre 5 Finances publiques).

Pour 2024, le STATEC s'attend à nouveau à une légère baisse de l'investissement en machines et équipements, de l'ordre de 1.5%, baisse qui serait plus forte encore, en enlevant les avions et satellites²⁵ (soit de l'ordre de -8%). Sur les deux années 2023 et 2024, l'expansion de l'investissement public (d'environ 6% en volume²⁶) empêcherait une baisse plus forte de l'investissement dans son ensemble (-1% environ pour les deux années sous revue).

Des incertitudes de nature statistique et économique

La prévision macroéconomique est toujours un acte de jonglage entre les données observées sur le passé (soumises à révision), une période de non-observation (au moment de la clôture de la prévision, il y a absence de comptes nationaux sur la deuxième moitié de 2023) et la prévision proprement dite. En cette fin de 2023, elle ne devrait concerner que 2024, mais les incertitudes statistiques mentionnées ci-avant font que le fondement pour 2024, c.-à-d. les observations sur 2023, reste incertain. Le STATEC prévoit ainsi une récession en 2023, alors que de nombreux indicateurs sont effectivement mal orientés. En même temps, la récession prévue pour 2023 repose en partie sur le recul observé dans le secteur financier, dont on sait que les données (des comptes nationaux trimestriels) peuvent être fortement révisées.

Du point de vue économique, le STATEC a opté pour quantifier les deux scénarios suivants.

Un scénario défavorable, dans lequel les hausses passées des taux d'intérêt directs auraient un impact plus fort que prévu, entraînant un ralentissement de l'économie globale. Des tensions réapparaîtraient dans le système bancaire mondial, renforçant le durcissement des conditions de crédit, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les marchés boursiers chuteraient à court terme, exacerbant l'impact sur la demande, avant de se stabiliser progressivement. L'impact sur la croissance du PIB au Luxembourg serait de l'ordre de -1.3 point de % en 2024, freinant l'emploi davantage, et amenant le taux de chômage au-delà de 6%.



Un scénario favorable, où les consommateurs des économies avancées suivraient l'exemple des États-Unis en puisant dans les économies accumulées pendant la pandémie. Dans l'ensemble, l'économie mondiale connaîtrait une reprise vigoureuse, avec des marchés financiers qui se renforceraient, notamment en Europe. Cette reprise, tirée par la consommation, raviverait l'inflation et aurait des implications sur les politiques monétaires dans les économies avancées (qui seraient légèrement plus restrictives que dans le scénario de base). Le PIB du Luxembourg gagnerait près d'1 point de croissance en 2024 par rapport au scénario de base, tandis que le taux d'épargne des ménages baisserait d'un point en 2024.



03

**INFLATION
ET SALAIRES**



L'inflation est en train de se résorber partout en Europe, suite à la détente des prix de l'énergie et des aliments. Actuellement, ce sont encore surtout les services qui empêchent un ralentissement plus fort, suite à la progression soutenue des salaires. En zone euro, la hausse des salaires a été moins prononcée que celle des prix à la consommation sur les dernières années, alors qu'au Luxembourg, le coût salarial moyen réel a augmenté significativement depuis 2019.

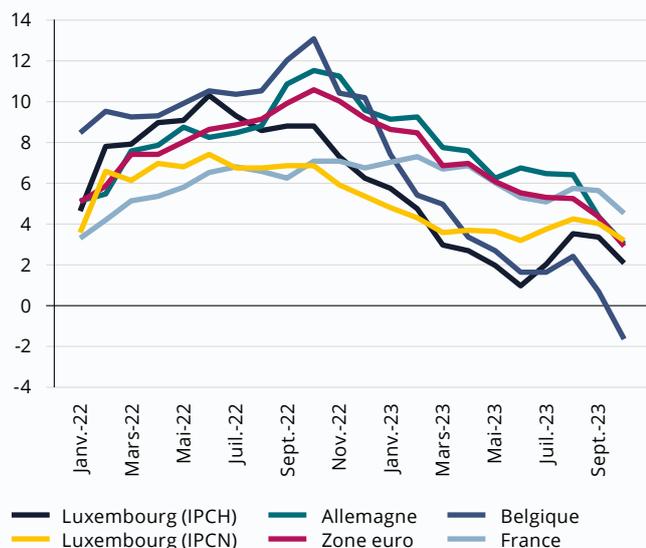
Les prévisions d'inflation pour la zone euro sont de respectivement 5.6% en 2023 et 2.0% en 2024. Pour le Luxembourg, le STATEC table sur une inflation de 3.8% pour cette année et de 2.6% pour 2024, entraînant une seule tranche indiciaire l'année prochaine.

Le coût salarial moyen devrait progresser de 6.3% en 2023, puis ralentir à +3.1% en 2024, en raison d'une contribution plus faible de l'indexation et de la compensation aux employeurs du coût de la tranche indiciaire de septembre 2023 l'année prochaine.

Graphique 3.1

L'inflation ralentit dans tous les pays de la zone euro

Taux d'inflation annuel, en %

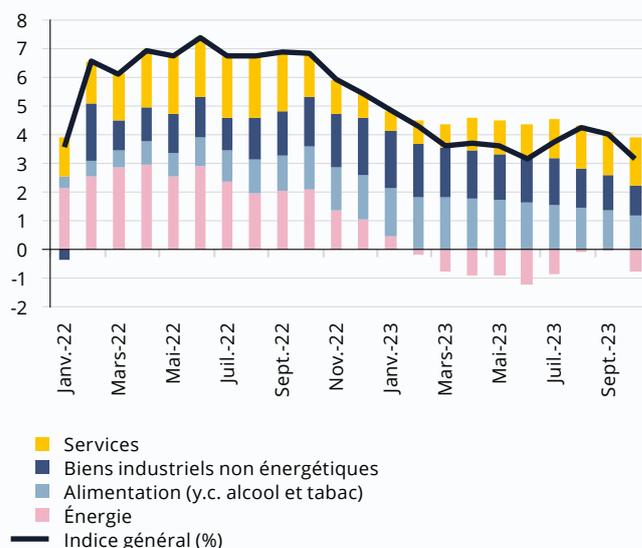


Sources: STATEC, Eurostat

Graphique 3.2

En automne 2023, les services contribuent pour presque moitié à l'inflation au Luxembourg

Contribution à l'inflation annuelle, en points de %



Source: STATEC

1 Cf. notamment l'étude 7.2 dans cette Note de conjoncture.

2 L'indexation de septembre 2023 est compensée par l'État pour les entreprises, suivant l'accord tripartite de mars 2023, pour une période de 5 mois (de septembre 2023 à janvier 2024). Toutefois, la compensation (via une baisse des taux de cotisation à la Mutualité des employeurs, fixés annuellement) ne se fait qu'à partir de janvier 2024.

L'inflation se résorbe partout en Europe

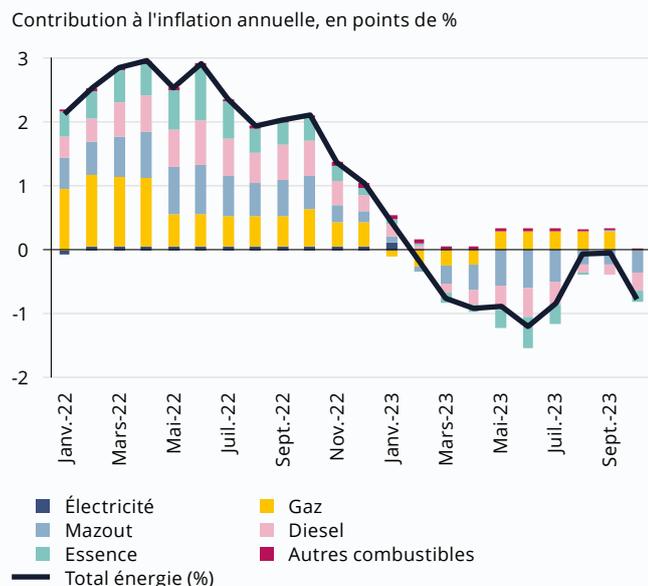
En octobre 2023, l'inflation atteint son niveau le plus bas depuis deux ans au Luxembourg, à 3,2% (en glissement annuel). Ce ralentissement s'explique par la baisse des prix des produits pétroliers et l'affaiblissement de l'inflation sous-jacente. Depuis février, les produits pétroliers affichent des taux d'inflation négatifs, contribuant à faire baisser le taux d'inflation général, notamment via des effets de base¹. L'inflation sous-jacente (hors produits pétroliers surtout), quant à elle, ralentit depuis 4 mois et s'affiche à 4,2% en octobre (contre 4,9% en juillet). Cela résulte principalement de deux mouvements complémentaires. En premier, la flambée des prix de l'alimentation s'est limitée à 7,5% sur un an en octobre (contre 11,5% lors du pic de mars). En second, les prix des biens industriels non énergétiques freinent également, avec +3,3% sur un an en octobre (après un pic à 6,4% en janvier dernier). Des tendances similaires se constatent à l'échelle de la zone euro où l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) s'est également repliée à 4,3% en septembre (contre 5,3% en août).

Les prix des services continuent néanmoins à accélérer et soutiennent ainsi l'inflation sous-jacente au Grand-Duché. En effet, les trois tranches indiciaires payées en février, avril et, dans une moindre mesure, celle de septembre 2023^{1,2} ont nourri les prix des services qui atteignent leur plus forte inflation annuelle avec 3,7% en octobre (contribuant pour 1,7 point de % à l'inflation générale). La gratuité de certains services limite toutefois encore l'inflation luxembourgeoise (cf. plus loin dans ce chapitre), qui demeure ainsi inférieure à celle de la zone euro, où les prix des services avaient augmenté plus tôt et commencent désormais à freiner (4,7% en septembre contre 5,5% en août).

Après le pic de 2022, l'inflation se réduit désormais dans tous les pays de la zone euro. En 2022, la dispersion de l'inflation (de 19,4% en moyenne en Estonie à 5,9% en France) s'expliquait surtout par les divergences en matière d'inflation de l'énergie, reflétant le mix énergétique et les sources d'importation de l'énergie, ainsi que par les mesures de plafonnement des prix mises en œuvre dans les différents États membres. Ainsi, l'inflation baisse le plus dans les pays qui avaient connu les taux d'inflation les plus élevés, notamment ceux de l'Europe de l'Est, mais aussi aux Pays-Bas et en Belgique (respectivement -1,0% et -0,7% sur un an en octobre 2023).

Graphique 3.3

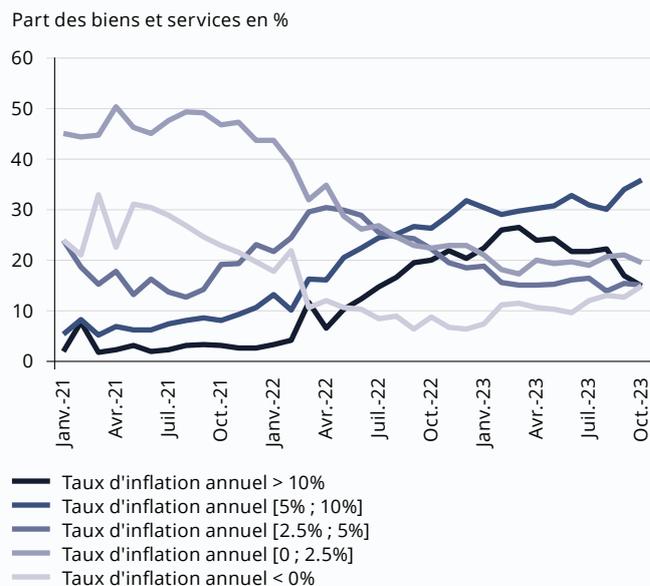
Les prix de l'énergie tirent l'inflation vers le bas



Source: STATEC

Graphique 3.4

De nombreux biens et services connaissent encore une inflation élevée



Source: STATEC

Des marchés de l'énergie détendus

Les prix de l'énergie contribuent négativement à l'inflation luxembourgeoise (à raison de -0.8 point de % en octobre 2023). La réduction de l'offre de pétrole suite aux décisions de l'OPEP+ ainsi que les spéculations autour de l'impact potentiel du conflit entre le Hamas et Israël ont poussé les prix du Brent à la hausse. Néanmoins, par rapport aux niveaux historiquement élevés de 2022, les marchés de l'énergie continuent à être relativement détendus en Europe.

Le Dutch TTF, qui fait référence pour ce qui concerne la consommation de gaz naturel, s'est échangé à 42 EUR/MWh en octobre 2023 (contre 72 EUR/MWh en octobre 2022). Une dynamique baissière est également observée sur les marchés à terme (où les contrats pour des livraisons futures sont échangés). Les contrats annuels au cours du mois d'octobre 2023 anticipent ainsi un prix du gaz à 53 euros en moyenne pour 2024 (contre 113 euros un an plus tôt). Ces développements affectent directement le prix de l'électricité via la tarification marginale. En octobre 2023, le prix moyen de l'électricité sur le marché allemand, auquel le réseau luxembourgeois est le mieux connecté, était de 85 EUR/MWh (contre 155 EUR/MWh en juillet 2022).

Cette détente des marchés de l'énergie demeure cependant fragile dans la mesure où elle résulte principalement d'une demande de gaz plus faible.³ Si l'hiver est moins clément et la consommation de gaz retrouve son niveau d'avant la guerre en Ukraine, un nouvel emballement des prix de l'énergie est possible. Par ailleurs, les anticipations de prix des marchés pourraient changer en cas d'aggravation des tensions géopolitiques, notamment au Proche-Orient.

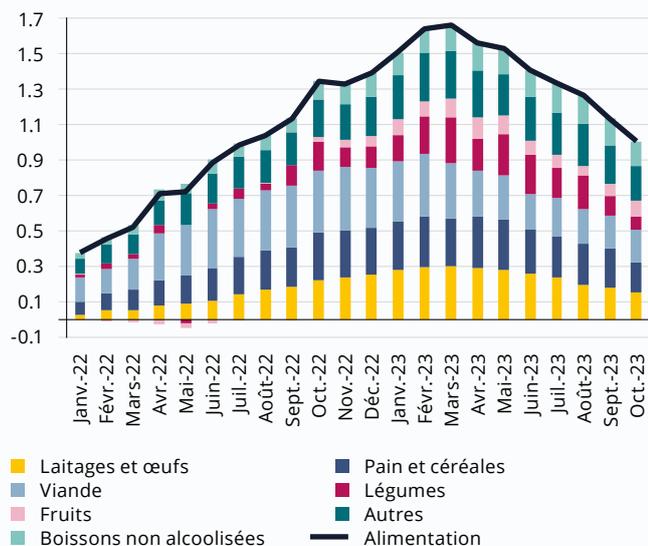
Plus d'un tiers des postes de dépenses affichent encore une inflation de 5 à 10%

La part des biens et services dans l'indice des prix à la consommation affichant une inflation très élevée (supérieure à 10%) baisse depuis avril 2023, passant de 27% en mars à 15% en octobre. Toutefois, plus d'un tiers affiche encore une inflation comprise entre 5 et 10%. La part des biens et services qui enregistrent une baisse des prix sur un an est en hausse, mais demeure faible (15% en octobre).

3 Elle résulte également du fait que l'Europe a diversifié ses fournisseurs et a augmenté ses capacités d'importation de gaz naturel liquéfié (GNL), cf. chapitre 6.

Graphique 3.5
L'inflation alimentaire faiblit...

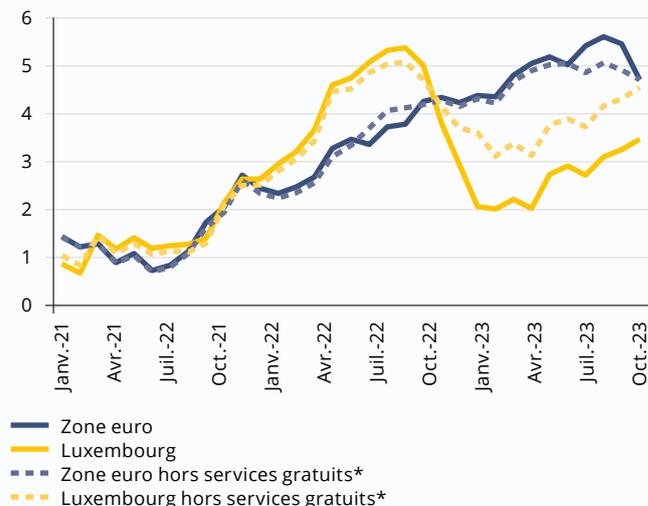
Contribution à l'inflation annuelle totale, en points de %



Source: STATEC

Graphique 3.6
... mais celle des services remonte

Taux d'inflation annuelle des services, en %



* Services partiellement gratuits au LU: transports publics, cantines scolaires, crèches et maisons relais.
Sources: STATEC, Eurostat

4 Les prix des transports publics ont continué à augmenter dans les autres pays.

Une hausse moins élevée des prix de l'alimentation au Luxembourg

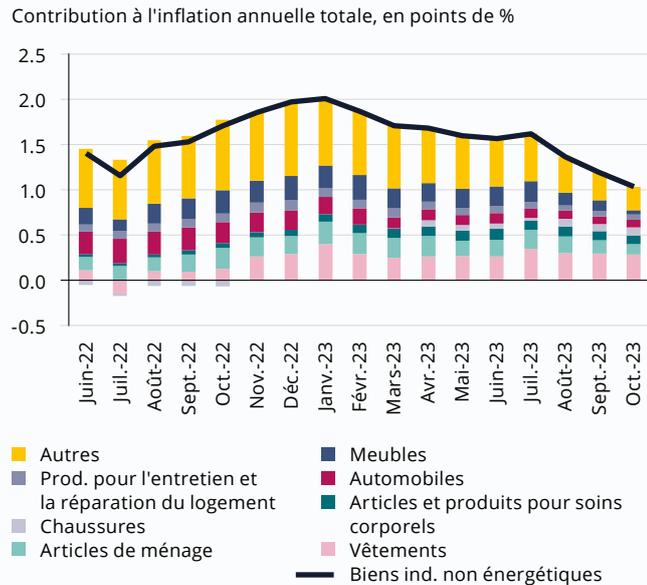
Depuis la mi-2022, le Luxembourg connaît l'inflation alimentaire la plus faible de la zone euro, avec un pic limité à quelque 13% sur un an au printemps 2023 (contre plus de 17% en zone euro). Cette moindre hausse des prix au Grand-Duché s'observe pour presque toutes les grandes catégories d'aliments. Le pain et les céréales affichent la différence la plus marquée, avec un pic d'inflation à 14.5% en avril pour le Luxembourg, moindre que dans les pays voisins: 15.8% en France (en avril), 22% en Belgique (en janvier) et 24.6% en Allemagne (en février). Mais ce sont aussi la confiserie, la viande et les produits laitiers qui voient leurs prix augmenter bien moins au Luxembourg qu'en zone euro et dans les pays voisins. L'inflation des prix à l'importation et à la production des produits alimentaires est également inférieure au Grand-Duché par rapport aux pays voisins. Depuis le mois de mars, les prix alimentaires progressent à un rythme moins soutenu dans tous les pays de la zone euro (à l'exception de Chypre). En zone euro ainsi qu'au Luxembourg, ce sont surtout les produits laitiers, la viande, le pain et les céréales et les légumes qui contribuent le plus à ce recul de l'inflation alimentaire.

La gratuité de certains services freine l'inflation luxembourgeoise

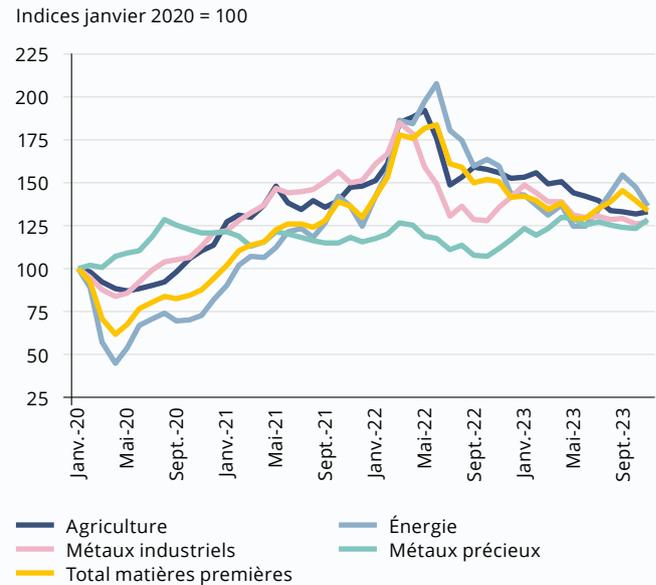
Sur les derniers trimestres, l'inflation des services au Grand-Duché est restée bien inférieure à celle observée en zone euro, et ce malgré trois indexations des salaires en 2023. La gratuité des cantines scolaires et des maisons relais depuis la rentrée scolaire 2022 en est l'une des principales explications, tout comme la gratuité des transports publics depuis mars 2020⁴. D'autres postes de dépenses, comme l'entretien et la réparation de véhicules ou la restauration rapide et les plats à emporter marquent aussi une contribution bien moins forte à l'inflation des services en 2023 au Luxembourg qu'en zone euro (c'était plutôt l'inverse sur les années précédentes, où ces positions ont connu des hausses relativement plus marquées au Grand-Duché).

L'impact de la gratuité des cantines scolaires et des maisons relais est toutefois en train de s'estomper progressivement sur le dernier trimestre 2023. Sans les services devenus gratuits, l'inflation des services au Luxembourg se rapproche des taux observés en zone euro. Sur les derniers mois, l'inflation des services continue toutefois à augmenter au Grand-Duché, alors que les prix des services ralentissent dans la plupart des autres pays de la zone euro (cf. graphique 3.6).

Graphique 3.7

L'inflation des biens industriels non énergétiques recule

Graphique 3.8

Les prix des matières premières continuent à baisser**Moins de tensions sur les prix des matières premières**

Les prix des matières premières avaient nettement augmenté en 2021 sous l'effet de difficultés d'approvisionnement liées à la reprise post-Covid et ont atteint un sommet au printemps 2022, suite à l'invasion russe en Ukraine. Ils tendent à refluer depuis, et ce pour la plupart des types de matières premières, mais restent toujours au-dessus de leurs valeurs pré-Covid.

Après leur pic au printemps dernier, les prix des produits énergétiques avaient renoué avec leur niveau d'avant-guerre, mais sont de nouveau repartis à la hausse en juin, en lien avec la hausse du prix du pétrole sur cette période. En octobre et novembre, ils ont toutefois reflué. Seuls les prix du gaz, qui ne sont pas liés directement à celui du pétrole, remontent continuellement depuis mai 2023.

Comme la plupart des prix des matières premières, les prix des aliments de base sont également en train de se replier, notamment ceux des huiles qui avaient explosé sur les trois dernières années (+225% entre mai 2020 et mars 2022), en partie dû aux sécheresses en Espagne, mais aussi ceux des céréales, qui avaient fortement augmenté suite au blocage des exportations des céréales ukrainiennes par la Russie. Seuls les prix du sucre ne rebaissent pas sur la fin de 2023 (du moins jusqu'en octobre) mais se stabilisent à un niveau plutôt élevé. Sur la fin de l'année 2023, les prix mondiaux de l'alimentation retrouvent ainsi globalement leur niveau du printemps 2021.

Révision à la hausse des prévisions d'inflation

Les hypothèses des nouvelles prévisions émanant d'Oxford Economics demeurent inchangées par rapport aux prévisions d'août⁵, concernant l'inflation sous-jacente en zone euro, mais révisent à la hausse l'inflation des prix de l'alimentation. Cela est accentué par les prix des produits énergétiques qui connaîtraient une dynamique baissière moins prononcée. Ainsi, l'inflation en zone euro atteindrait désormais 5.6% en 2023 et 2.0% en 2024 (contre 5.3% et 1.4% précédemment). Reflétant la réduction de l'offre de pétrole suite aux décisions de l'OPEP+, le prix du Brent est revu à la hausse à 85 USD/baril en 2023 et 87 USD/baril en 2024 (contre 80 et 81 précédemment). Cela devrait se répercuter sur les prix des carburants et du mazout de chauffage au Grand-Duché.

5 <https://statistiques.public.lu/fr/actualites/2023/stn38-previsions-inflation.html>.

Tableau 3.1
Prévisions d'inflation

	Scénario central			Scénario de durcissement des conditions de crédit*		Scénario d'épuisement du surplus d'épargne*	
	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Variation annuelle en %, sauf mention contraire						
Inflation (IPCN)	6.3	3.8	2.6	3.8	2.5	3.8	2.6
Inflation sous-jacente	4.4	4.5	2.7	4.5	2.7	4.5	2.7
Produits pétroliers	41.5	-7.3	-0.7	-7.3	-1.5	-7.3	0.6
Cote d'application	3.8	5.7	3.3	5.7	3.3	5.7	3.5
Cote d'application (Indice 100 au 1.1.1948)	872	922	952	922	952	922	954
Prix du Brent (USD/baril)	101	85	87	85	84	85	91
Taux de change USD/EUR	1.05	1.07	1.06	1.07	1.04	1.08	1.07
Prix du gaz (EUR/MWh)	90	93	79	93	79	93	79
Prix de l'électricité (EUR/MWh)	216	217	217	217	217	217	217
Dépassements prévus de la cote d'échéance	Mars-22 Juin-22	Janv.-23 Août-23	2024 T3	Janv.-23 Août-23	2024 T3	Janv.-23 Août-23	2024 T3

* Les deux scénarios sont expliqués en détail dans le tableau 1.2 de cette Note.
Sources: STATEC, Oxford Economics (2023-2024: prévisions)

6 Les prévisions relatives aux prochaines indexations n'ont pas été révisées, la prochaine tranche indiciaire étant toujours prévue pour le 3^e trimestre 2024.

Concernant le cours de l'euro vis-à-vis du dollar, ce dernier est maintenu en 2023 à 1.07 EUR/USD, mais subirait une légère dépréciation en 2024 à 1.06 EUR/USD (contre 1.10 EUR/USD précédemment).

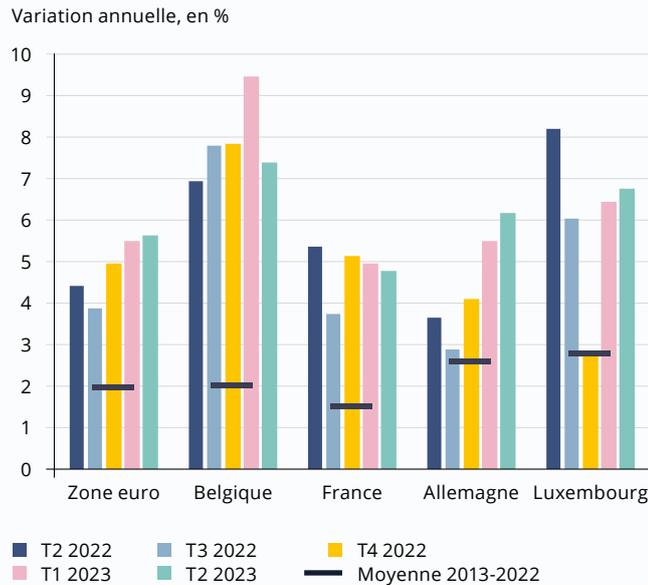
Néanmoins, à partir de l'évolution récente des prix sur les marchés de l'énergie et du mode d'approvisionnement des fournisseurs du Luxembourg, les ménages pourraient bénéficier dès le début de l'année prochaine de tarifs de gaz inférieurs au prix actuellement plafonné à 0.83 EUR/m³. Pour l'électricité, l'évolution récente a moins d'effets sur les tarifs de l'année prochaine au Luxembourg, puisqu'une grande partie de l'électricité qui sera fournie en 2024 a déjà été achetée au cours de 2021 et 2022, aux prix du marché qui prévalaient à ce moment. Par ailleurs, en 2024, à législation constante, l'État prendra en charge les frais d'utilisation de réseau pour le gaz alors que le tarif du gaz tomberait en dessous du prix plafond de 0.83 EUR/m³. Le prix de l'électricité resterait constant et une remise de 15 centimes d'euro par litre serait accordée sur le prix du mazout de chauffage. Ces mesures, décidées dans le cadre du Solidaritéitpak 3.0, vont éviter un rebond de l'inflation que le STATEC avait auparavant anticipé (de 3.4% en 2023 à 4.8% en 2024 dans les prévisions de février).

L'inflation sous-jacente est légèrement revue à la baisse et serait de 4.5% en 2023 et 2.7% en 2024 (contre 4.8% et 2.9% encore en août). En revanche, le renchérissement du prix du Brent va impacter à la hausse les prix des produits pétroliers. Ces derniers connaîtraient des baisses moins importantes avec -7.3% en 2023 et -0.7% en 2024 (contre -10.1% et -3.9% en août). Le STATEC table ainsi sur une inflation de 3.8% pour cette année et 2.6% pour 2024 (soit une révision marginale par rapport aux prévisions d'août à respectivement 3.9% et 2.5%⁶).

Deux scénarios alternatifs

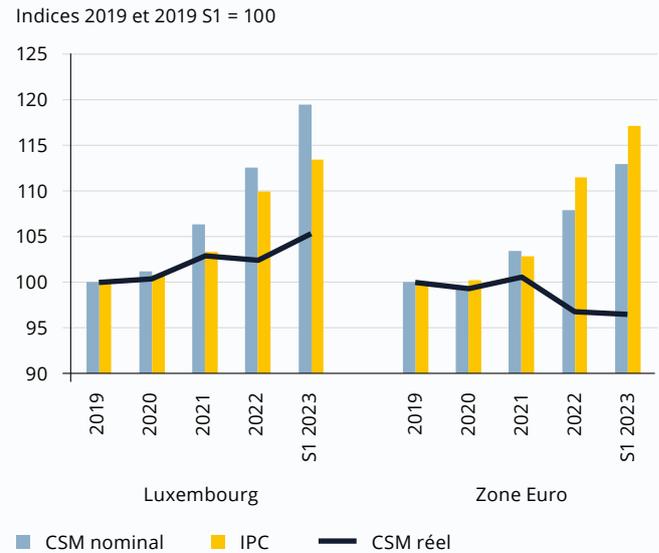
Comme à l'accoutumée, deux scénarios alternatifs sont établis: un plus défavorable, de durcissement des conditions de crédit et un plus favorable d'épuisement du surplus d'épargne (cf. tableau 1.2). Les résultats de ces deux scénarios sont très proches de ceux du scénario de base, le plus défavorable entraînant une baisse légèrement plus prononcée des prix du pétrole (-1.5% en 2024 contre -0.7% dans le scénario central) et le scénario plus favorable une légère hausse de ces derniers (+0.6%).

Graphique 3.9

Accélération du coût salarial moyen en zone euro

Sources: STATEC, Eursostat

Graphique 3.10

Le CSM réel augmente au Luxembourg et baisse en zone euro

Note: Le CSM réel est obtenu en déflatant le CSM nominal par l'IPC pour la zone euro et l'IPC pour le Luxembourg.

Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

De fortes hausses du coût salarial moyen dans un contexte d'inflation élevée

Le coût salarial moyen (CSM) par personne a augmenté de 6.4% sur un an au 1^{er} trimestre 2023 au Luxembourg, puis de 6.8% au 2^e trimestre. Cette progression dépasse celles observées en France et en Allemagne, mais est inférieure à celle de la Belgique (cf. graphique 3.9). En zone euro, et encore davantage en Allemagne, les hausses du CSM s'accroissent, alors qu'elles ralentissent légèrement en France. Au Luxembourg, le CSM continue d'accroître doucement au 3^e trimestre suite à la tranche indiciaire de septembre 2023⁷ (+7% sur un an, les données pour la zone euro n'étant pas encore disponibles).

La forte croissance du CSM, bien au-delà de la moyenne des années précédentes, est à situer dans le contexte d'une inflation qui a atteint des niveaux très élevés. Cette hausse des prix érode le pouvoir d'achat des salaires, ce qui provoque une pression, souvent différée, à la hausse. Même si l'inflation est en train de refluer en zone euro, ceci n'est pas encore le cas des salaires, qui vont encore augmenter avec un certain décalage. Dans la plupart des pays européens, les négociations salariales y jouent un rôle central, alors qu'en Belgique et au Luxembourg, ce sont plutôt les systèmes d'indexation automatique qui dictent le rythme de l'inflation salariale.

Les salaires réels évoluent plus favorablement pour les employés luxembourgeois

Le pouvoir d'achat du salaire des employés est reflété par le CSM réel obtenu en déflatant le CSM nominal par l'indice des prix à la consommation. Sur l'année 2022, celui-ci diminuait dans tous les pays de la zone euro, mais il se redresse depuis le début de 2023 dans certains pays, dont le Luxembourg (+2.8% sur un an au 3^e trimestre). En zone euro, le CSM réel diminue encore au 2^e trimestre 2023, mais bien moins qu'auparavant, avec une évolution qui passe de -5% sur un an en T3 2022 à -0.5% en T2 2023, suite à une accélération du CSM nominal et un recul de l'inflation.

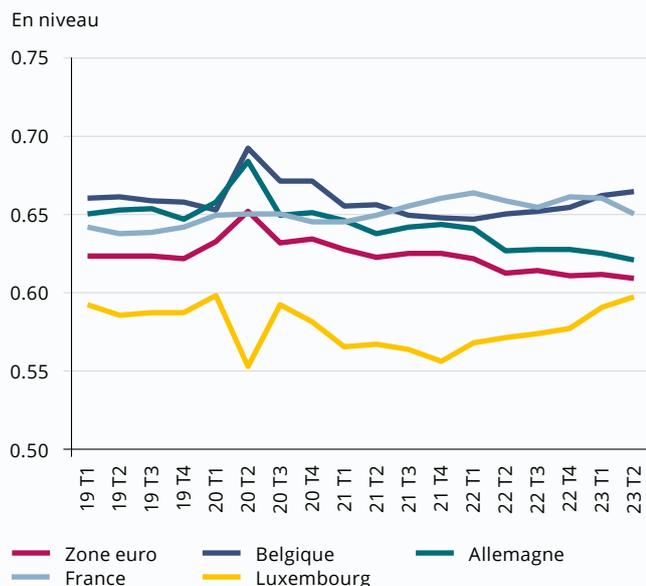
Comme des évolutions à court terme divergentes des prix et des salaires peuvent perturber la vue d'ensemble, une comparaison du CSM réel sur une plus longue période s'avère pertinente. Par rapport à 2019, les hausses des salaires en zone euro n'ont pas (encore) suivi celles des prix, de sorte que le pouvoir d'achat du salaire se trouve amoindri⁸ (cf. graphique 3.10). L'Allemagne connaît la plus forte dégradation du salaire

7 Cette troisième tranche indiciaire en 2023 sera prise en charge par l'État de septembre 2023 à janvier 2024, suivant l'accord tripartite de mars 2023. La compensation ne commencera cependant qu'en 2024, puisqu'elle se fait via une réduction des taux de cotisation à la Mutualité des employeurs, qui sont fixés annuellement.

8 On considère ici seulement le salaire, qui ne tient pas compte des mesures de support gouvernementales, telles que les mesures d'adaptations au niveau de l'imposition des salaires.

Graphique 3.11

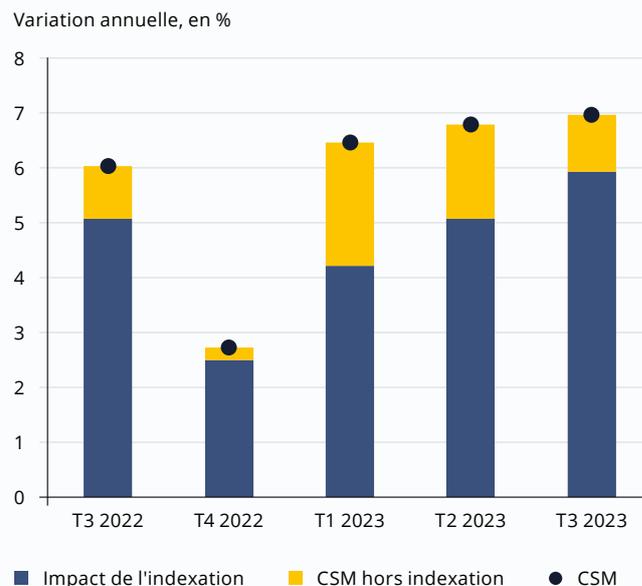
Le coût salarial unitaire réel luxembourgeois augmente sur le début de 2023



Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 3.12

L'indexation est la principale source de la hausse du coût salarial moyen



Source: STATEC

9 Le coût salarial unitaire (CSU) réel rapporte le salaire moyen (masse salariale divisée par le nombre de salariés) à la productivité en valeur (VAB en valeur divisée par l'emploi total).

10 Lors d'une absence pour raison de maladie, la rémunération en question est remboursée à l'employeur et n'est donc pas incluse dans les coûts salariaux à payer par celui-ci.

11 Le salaire minimum a été relevé dans de nombreux pays européens, notamment très fortement en Allemagne (plus de 22% sur un an au 1^{er} semestre 2023).

réel des pays voisins. En revanche, au Luxembourg et en Belgique, les salaires réels sont plus élevés au 1^{er} semestre 2023 qu'à la même période en 2019. La forte progression des salaires réels luxembourgeois depuis 2019, comparée aux autres pays, s'explique à la fois par une inflation plus faible, surtout en 2022-2023, et une croissance plus élevée du CSM nominal.

Si les progressions salariales relativement fortes au Luxembourg sont favorables du point de vue des employés, les entreprises voient leur coût salarial s'accroître comparativement plus. En effet, depuis le 1^{er} semestre 2019, le coût salarial moyen luxembourgeois a augmenté de 6 points de % de plus qu'en zone euro. Cependant, cette croissance est à mettre en relation avec les hausses de la valeur créée (du PIB) sur la même période. Du début de 2019 jusqu'à la 2^e moitié de 2022, le coût salarial unitaire (CSU) réel⁹ du Luxembourg ne montre ainsi pas de dégradation relative aux pays voisins et à la zone euro. Cependant, sur les derniers trimestres, le CSU réel augmente significativement au Luxembourg, alors qu'il baisse en zone euro. Sur une longue période, malgré certaines fluctuations, l'écart entre le CSU réel de la zone euro et du Luxembourg est plutôt stable, il reste donc à voir si sa récente réduction persistera.

Le coût salarial moyen luxembourgeois porté principalement par l'indexation

La croissance du CSM au Luxembourg sur les trois premiers trimestres de 2023 provient en grande partie des tranches indiciaires d'avril 2022 et de février, avril et septembre 2023. Ainsi, l'indexation contribue à hauteur d'environ deux tiers à la hausse du CSM au 1^{er} trimestre 2023 (environ 4 points de %) et encore davantage aux trimestres suivants (environ 85% au 3^e trimestre, ou 6 points de %).

Sur la 1^{re} moitié de 2023 (données détaillées non encore disponibles pour le 3^e trimestre), le salaire de base hors indexation a aussi impacté le CSM à la hausse, tout comme la baisse des congés de maladie, qui étaient particulièrement élevés au début de 2022¹⁰. L'accord salarial dans la fonction publique et l'augmentation du salaire social minimum en janvier 2023 (+3.2%) agissent aussi à la hausse sur le CSM¹¹, même si ce dernier élément n'a qu'un faible impact sur l'évolution globale. À l'opposé, l'évolution des primes et gratifications par personne (en baisse de 1% sur un an au 1^{er} semestre) freine la progression du CSM au début de 2023.

Tableau 3.2

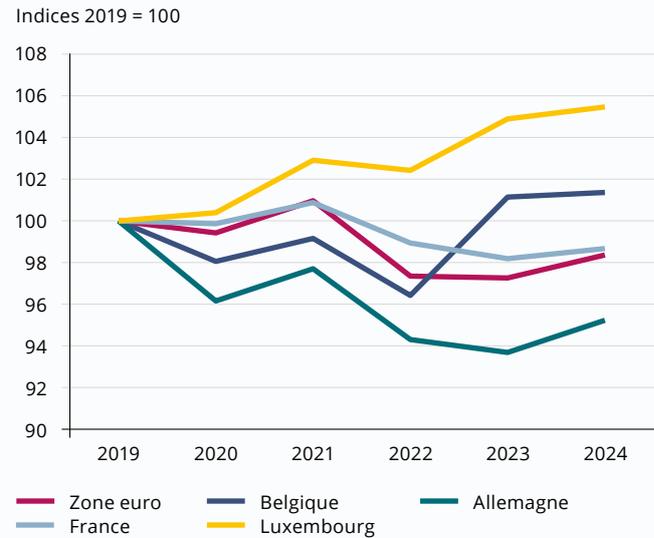
Un ralentissement du coût salarial moyen prévu en 2024

	Prévisions internationales		
	2022	2023	2024
	Variation annuelle du CSM nominal, en %		
Zone euro	4.5	5.5	4.2
Belgique	7.3	7.4	3.8
France	4.9	5.0	3.4
Allemagne	3.9	5.5	4.6
Luxembourg	5.8	6.3	3.1

Note: La source des prévisions pour le Luxembourg est le STATEC, pour les autres pays, les prévisions sont la moyenne arithmétique de l'OCDE et de la Commission européenne.
Sources: Eurostat (année 2022), Commission européenne, OCDE, STATEC

Graphique 3.13

Le CSM réel luxembourgeois augmente significativement depuis 2019



Note: Le CSM nominal est déflaté par l'IPCN pour le Luxembourg, et l'IPCH pour les autres pays.

Sources: STATEC, OCDE, Commission européenne, Eurostat

Une croissance moins forte du coût salarial moyen en 2024

La progression du CSM en 2023 est estimée à 6.3%. La majeure contribution viendrait de l'échelle mobile des salaires (+5.7% sur un an), suite aux quatre tranches payées depuis avril 2022, dont la dernière en septembre 2023. En 2024, une seule tranche indiciaire est prévue (au 3^e trimestre), ce qui limiterait l'impact de l'indexation sur la progression du CSM. Celle-ci sera d'ailleurs influencée à la baisse par la compensation étatique de la tranche indiciaire de septembre 2023 sur 5 mois. Ainsi, en 2024 la hausse du CSM se limiterait à 3.1%. Il importe de noter que la compensation de la 3^e tranche indiciaire réduit la progression du coût salarial (d'environ 1 point de %), mais n'a pas d'effet sur les salaires obtenus par les employés.

Sur les deux années 2023 et 2024, le CSM progresserait fortement dans les services non marchands (resp. de +6.9% et +4.1%). Ceci est dû, d'un côté, à l'accord salarial dans la fonction publique et, de l'autre côté, au fait que la 3^e tranche indiciaire n'est pas compensée pour les salaires étatiques, contrairement au secteur privé¹². Aussi bien le scénario positif (épuisement du surplus d'épargne) que le scénario négatif (durcissement des conditions de crédit) ne montrent qu'un impact marginal sur le CSM en 2023 et 2024¹³.

En 2024, le Luxembourg aurait une croissance du CSM nominal plus faible que la zone euro et ses pays voisins (cf. tableau 3.2). Par contre, sans la compensation de la 3^e tranche indiciaire de 2023, la progression du CSM luxembourgeois serait proche de celle en zone euro, plus forte qu'en France mais plus faible qu'en Allemagne. Le CSM réel continuerait de croître en 2024 au Luxembourg et regagnerait de l'élan en France et Allemagne. Pourtant, en 2024, seuls le Luxembourg et, dans une moindre mesure, la Belgique auraient un CSM réel plus élevé qu'en 2019 (cf. graphique 3.13).

Bien que les salaires constituent la majeure partie du revenu disponible, leur évolution diffère de celle du pouvoir d'achat des ménages. Ceci est surtout dû aux mesures gouvernementales mises en place qui jouent sur le "coin fiscal" (impôts et cotisations sociales). Au Luxembourg, le revenu disponible réel par tête des résidents devrait ainsi augmenter de 0.8% en 2023, puis de 0.5% en 2024. Ces résultats incluent les mesures fiscales décidées avant la clôture de la prévision, telles que le crédit d'impôt conjoncture et l'adaptation du barème d'imposition à hauteur de 2.5 tranches indiciaires. Cette dernière mesure contribue à environ 0.3 point de % à la hausse du pouvoir d'achat en 2024¹⁴.

¹² La croissance du CSM dans le secteur privé non financier serait identique à celle de l'économie totale, +6.3% en 2023, puis +3.1% en 2024.

¹³ La prévision de l'inflation, et donc celle de l'échelle mobile (qui détermine largement la croissance du CSM), ne diverge en effet guère du scénario central dans les scénarios alternatifs.

¹⁴ Le renforcement de cette mesure décidé par le nouveau gouvernement, portant l'adaptation du barème à hauteur de 4 tranches indiciaires, rajouterait environ 0.15 point de % (qui n'est pas encore inclus dans les prévisions).



04

**MARCHÉ
DU TRAVAIL**



À l'instar de l'activité, l'atterrissage du marché du travail au Luxembourg est moins doux qu'en Europe. Alors qu'il avait encore relativement bien résisté l'an dernier, l'emploi a considérablement ralenti depuis le début de l'année jusqu'à afficher une quasi-stagnation au 3^e trimestre. Les services aux entreprises – à l'accoutumée parmi les principaux moteurs de croissance – et la construction contribuent principalement à ce freinage.

Simultanément, la remontée du chômage s'est accélérée au Luxembourg. Si ces évolutions ont contribué à apaiser quelque peu la pénurie de main-d'œuvre – historiquement élevée en 2022 – des problèmes de recrutement persistent.

Malgré une légère remontée de l'activité en 2024, l'emploi devrait encore ralentir (+1.3% en 2024, après +2.1% prévus pour 2023) et le chômage continuer à s'accroître vers 5.9% de la population active (renouant avec sa moyenne des 15 dernières années). Pour la zone euro dans son ensemble, en revanche, le taux de chômage resterait relativement stable sur l'horizon de prévision.

Graphique 4.1

Le taux d'emplois vacants reste très élevé en zone euro, mais se replie au Luxembourg

En % des postes occupés et vacants

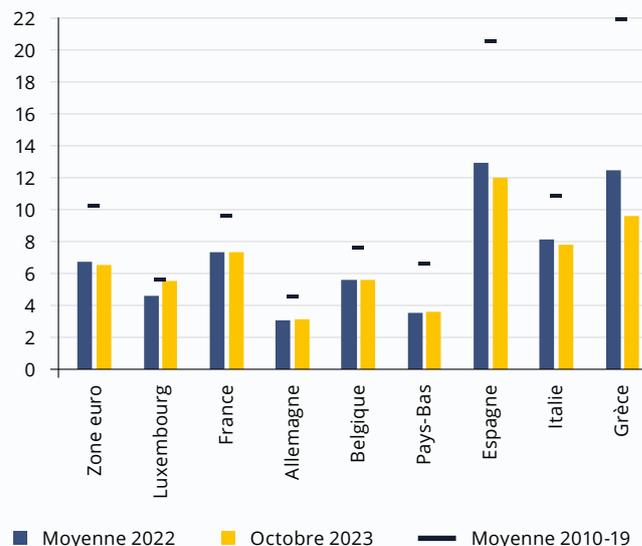


Sources: Eurostat, ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 4.2

Le chômage a baissé en zone euro, mais a augmenté au Luxembourg

En % de la population active



Sources: Eurostat, Macrobond

1 Cf. Étude 4.2 "Persistent labour market tightness during a slowdown: a reappraisal of drivers", European Economic Forecast, Autumn 2023.

2 Un tiers des réfugiés ukrainiens en âge de travailler serait en emploi dans l'UE (selon la Commission européenne). Ce taux est similaire au Luxembourg.

Le marché du travail reste tendu en zone euro

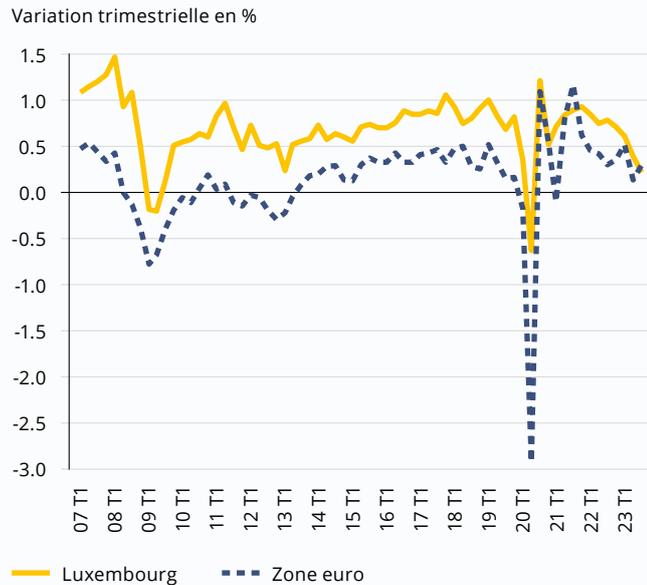
Le ralentissement économique a fini par freiner l'emploi en zone euro sans pour autant provoquer une hausse du chômage. Les créations d'emploi avaient encore bien résisté au 1^{er} trimestre de l'année (+0.5% sur un trimestre) avant de ralentir (+0.1% en T2, +0.2% en T3), mais plus modérément qu'au Luxembourg (cf. graphique 4.3). Selon la Commission européenne¹, la bonne résistance de l'emploi en Europe s'expliquerait notamment par une main-d'œuvre relativement bon marché (baisse des salaires réels suite à une hausse des salaires nominaux inférieure à celle des prix de valeur ajoutée).

Le freinage de l'emploi en zone euro par rapport au début de 2023 s'explique en premier lieu par la branche commerce, transports et Horeca, après une très bonne performance de celle-ci au 1^{er} trimestre (surtout dans les pays du sud). De moindres créations d'emplois s'observent par ailleurs dans l'industrie et les services aux entreprises. L'emploi dans la construction avait stagné en T2, mais progresse à nouveau de 0.4% en T3. Dans la plupart des États membres, dont le Luxembourg, l'emploi tend à ralentir et affiche des progressions inférieures à 0.3% en T3. Le léger renforcement enregistré pour la moyenne européenne est surtout imputable au bon résultat de l'Espagne (+1.3%, après un sur-place au T2 et +1.5% au T1).

Malgré le refroidissement conjoncturel, le problème de la pénurie de main-d'œuvre en Europe reste d'actualité, comme en témoigne notamment le taux d'emplois vacants qui ne s'est guère replié depuis son plus haut du début de 2022. Le Luxembourg compte à cet égard parmi les pays ayant connu la plus grande régression (cf. graphique 4.1). Suite au vieillissement de la population et face à un afflux limité de migrants (en dépit de l'intégration progressive des réfugiés ukrainiens sur le marché du travail²), la croissance de la population active s'avère insuffisante pour satisfaire la demande de main-d'œuvre.

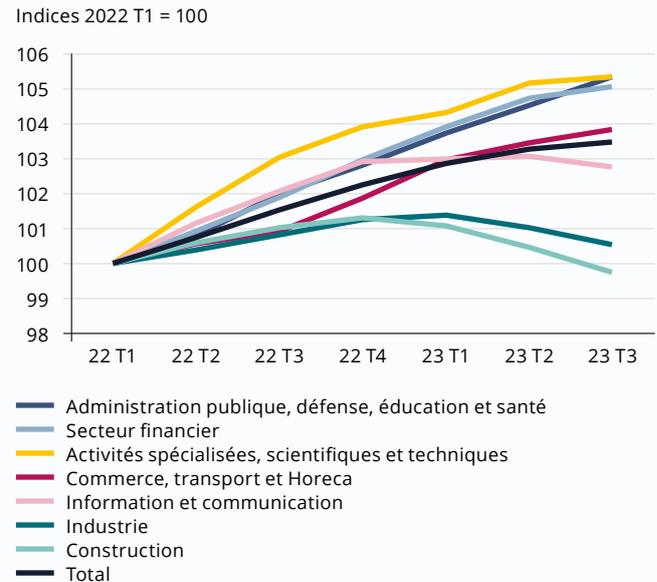
Le chômage en zone euro a ainsi continué à refluer sur le début de 2023, puis s'est stabilisé à environ 6.5% de la population active depuis le printemps (à un plus bas historique), suite à des hausses observées pour la plupart des États membres. L'inertie de l'Allemagne et de la France et les baisses continues dans les pays du sud (Espagne, Italie et Grèce, au moins jusqu'au mois d'août) ont permis d'éviter une remontée de la moyenne européenne (dernier mois observé: octobre).

Graphique 4.3

Net freinage de l'emploi au Luxembourg

Sources: Eurostat, STATEC (comptes nationaux, données désaisonnalisées)

Graphique 4.4

La perte de dynamisme de l'emploi s'observe dans la plupart des branches

Source: STATEC (comptes nationaux, données désaisonnalisées)

Un ralentissement de l'emploi particulièrement marqué au Luxembourg

Le freinage de l'emploi au Luxembourg, entamé en 2022, s'est largement confirmé cette année. L'ampleur du freinage – le passage d'une progression de 0.7% sur un trimestre fin 2022 vers une quasi-stagnation au 3^e trimestre 2023 (+0.2%) – est remarquable à deux égards. Sur le passé récent, ce coup d'arrêt est juste dépassé en termes de force de freinage par la Grande Récession et la crise Covid. Par ailleurs, le ralentissement est beaucoup plus net qu'en zone euro, de sorte que la progression de l'emploi au Luxembourg rejoint celle de la zone, alors que sur la dernière décennie, le différentiel en faveur du Luxembourg était de l'ordre de 0.5 point de % par trimestre. En revanche, cette situation est cohérente avec la dégradation plus prononcée et plus précoce de l'activité au Luxembourg qu'en zone euro (cf. chapitre 2).

La construction et les services aux entreprises plombent l'emploi

À l'issue des 3 premiers trimestres de l'année, la création d'emplois a quasiment été divisée par 3 par rapport à 2022. Si des inflexions de tendance s'observent pour presque toutes les branches (cf. graphique 4.4), deux branches en particulier expliquent ce freinage: les activités spécialisées, scientifiques et techniques et la construction.

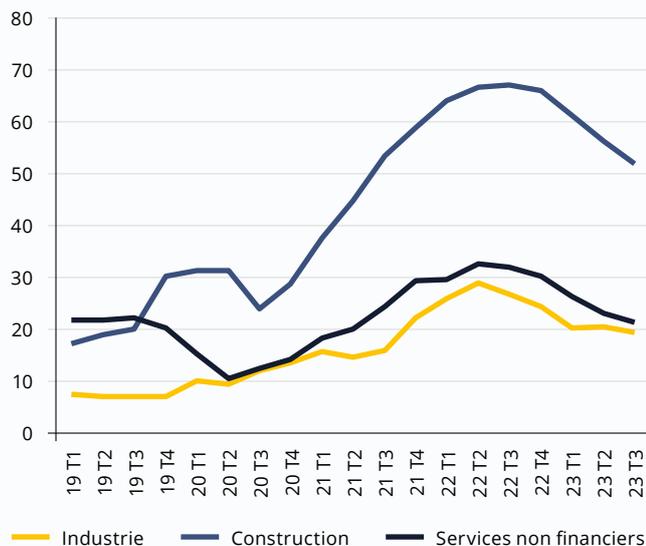
La première branche a créé le plus d'emplois entre 2015 et 2022 (+17 000, soit près de +50%), mais ce moteur est à l'arrêt au 3^e trimestre (+0.2% sur un trimestre). Les activités de sièges sociaux et les activités juridiques et comptables sont responsables de ce coup d'arrêt, alors que leurs effectifs avaient encore progressé de respectivement 11% et 6% l'an dernier.

Depuis la fin de 2022, la crise dans la construction, provoquée par la hausse des taux d'intérêt (cf. chapitre 2), a fait fléchir l'emploi dans la construction (-1.6% entre T4 2022 et T3 2023, soit 800 emplois en moins, données désaisonnalisées). De plus, les heures travaillées par personne sont en baisse et il n'y a pas de remontée des intentions d'embauche. Les pertes d'emploi liées à des faillites dans la construction s'élèvent à environ 700 (+40% sur un an) sur les 3 premiers trimestres de l'année.

Graphique 4.5

La moitié des entreprises dans la construction peine encore à recruter

Part des entreprises signalant des difficultés de recrutement, en %

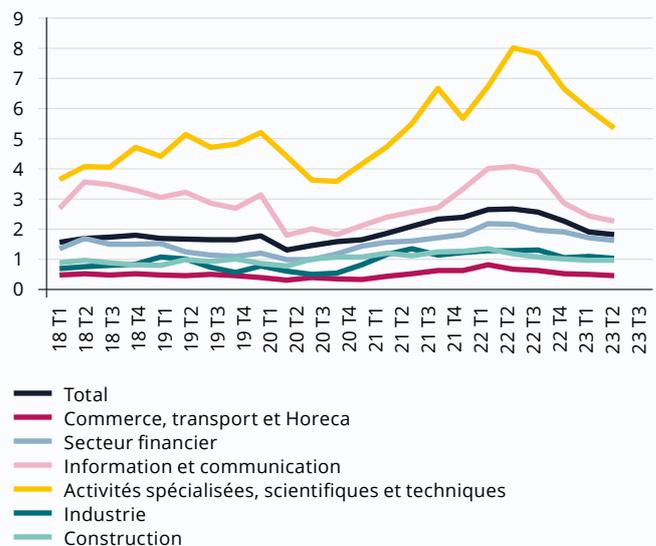


Source: STATEC (enquêtes de conjoncture)

Graphique 4.6

Le taux d'emplois vacants reflue dans la majorité des branches

En % des postes occupés et vacants



Sources: ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

3 Cf. Nouvelle loi pour remédier à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée - Dernières actualités - ADEM - FACILITONS L'EMPLOI - Luxembourg (public.lu).

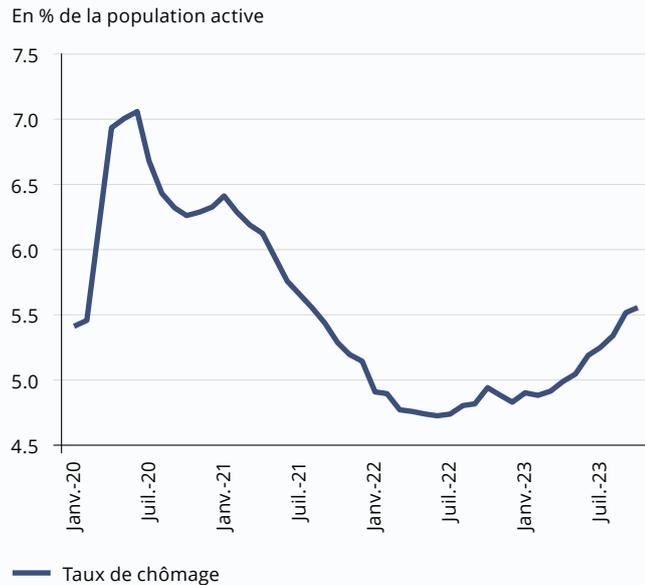
Deux autres branches participent aussi significativement au freinage: l'industrie (avec un recul des effectifs de près de 1%, soit plus de 300 personnes entre T1 et T3 2023, et une remontée des personnes en chômage partiel) et les services d'information et de communication (-0.3%, soit -60 personnes sur un trimestre en T3 2023, après +4.4% encore en 2022).

Les difficultés de recrutement persistent

Le ralentissement de l'emploi et la remontée du chômage ont contribué à atténuer les difficultés de recrutement, qui avaient atteint un plus haut en 2022, mais pas à les faire disparaître. Elles demeurent relativement élevées, même dans des branches où l'emploi est particulièrement mal orienté. Ainsi, la moitié des entreprises de la construction déclarent encore avoir des difficultés de recrutement à l'automne 2023. La branche des activités spécialisées, scientifiques et techniques affiche toujours, avec plus de 5%, le plus haut taux de postes vacants (postes ouverts rapportés à l'ensemble des postes) de toutes les branches. Dans les deux cas, les tensions ont diminué sur les derniers trimestres, mais les valeurs restent au-dessus des niveaux d'avant-crise Covid.

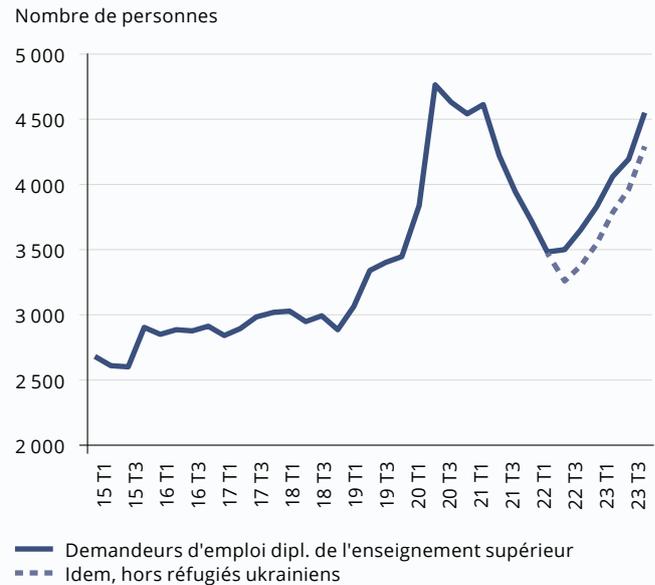
Ce paradoxe est une indication que l'affaiblissement de l'emploi n'est pas uniquement une question de baisse de demande de main-d'œuvre (suite à la baisse de l'activité), mais également d'offre de travail et que pénurie de main-d'œuvre et licenciements peuvent coexister dans une même branche (voire entreprise), traduisant une inadéquation entre profils recherchés et disponibles. Les départs en retraite passés et programmés, les démissions (notamment dans les services aux entreprises, caractérisés par un taux de roulement élevé) et la quête de profils spécialisés mettent sous pression les recruteurs, qui doivent élargir leur périmètre de recherche. À cet égard, une nouvelle loi, entrée en vigueur le 1^{er} septembre 2023, vise à faciliter l'accès au marché de l'emploi pour les ressortissants de pays tiers, notamment pour les métiers "très en pénurie"³. Le niveau historiquement bas du chômage en Europe et le coût du logement élevé pour les nouveaux arrivants (hausse des taux d'intérêt et tensions sur le marché locatif) ont vraisemblablement diminué l'attrait relatif du Luxembourg.

Graphique 4.7

La remontée du chômage s'accélère depuis le printemps

Sources: ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 4.8

Forte hausse du chômage des plus qualifiés

Sources: ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

Nette hausse du chômage au Luxembourg

Au Luxembourg, comme dans une demi-douzaine d'autres pays de la zone euro, le chômage avait atteint un plancher au premier semestre de 2022 (à 4,7% de la population active) et augmente depuis. Si la hausse était initialement encore timide (vers 4,9% en T1 2023), elle s'est nettement accélérée depuis le printemps avec l'affaissement de l'emploi, portant le taux de chômage à 5,6% en octobre (ce dernier mois montre toutefois une hausse moins prononcée que précédemment, cf. graphique 4.7, une inflexion qui reste à confirmer). Au Luxembourg, le taux de chômage est ainsi revenu à un niveau proche de sa moyenne de la dernière décennie, alors que dans la plupart des autres États membres, il reste nettement en deçà (cf. graphique 4.2).

De plus en plus de chômeurs hautement qualifiés

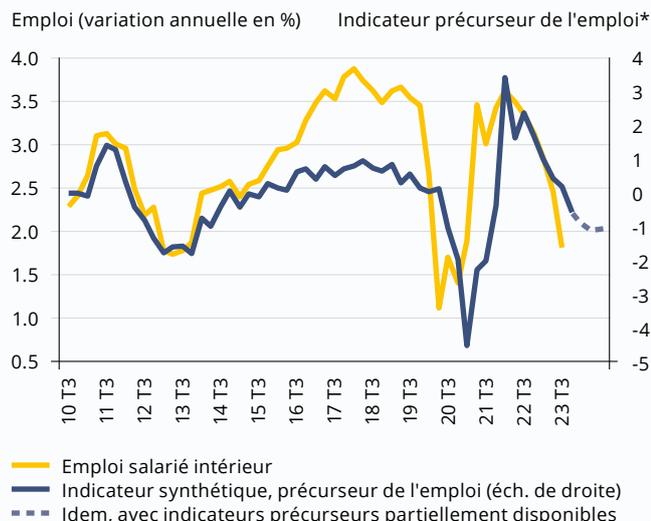
Le Luxembourg comptait en octobre plus de 2 000 chômeurs additionnels par rapport au début d'année (soit +14%, chiffres désaisonnalisés). Ce sont les jeunes, en tant que nouveaux entrants sur le marché de travail, qui contribuent – de manière typique dans les phases de ralentissement de l'activité – le plus fortement à la remontée du chômage (+17% de chômeurs de moins de 34 ans). Le taux de chômage des jeunes de moins de 25 ans vient ainsi de repasser au-dessus de 20% (comme en 2014 et pendant la crise Covid, alors qu'il était proche de 17% l'an dernier).

En termes de qualifications, de plus en plus de personnes diplômées de l'enseignement supérieur se retrouvent au chômage (+20% depuis le début de l'année, contre +9% pour les autres). Cette hausse pourrait s'expliquer en partie par l'accroissement général du niveau de formation (ce qui paraît positif si l'on considère que les diplômés se retrouvent moins longtemps au chômage). L'ADEM relève⁴ pourtant l'existence d'autres freins à l'emploi pour les demandeurs d'emploi très qualifiés, dont une part croissante est originaire de pays hors UE (dont les réfugiés ukrainiens), notamment au niveau des langues maîtrisées et de la reconnaissance des diplômes.

Reflétant les observations faites du côté de l'emploi (cf. ci-avant), les métiers de la construction (+80% de demandeurs par rapport au début de l'année, en désaisonnalisé) et du support à l'entreprise (+18%, notamment secrétariat et assistance, comptabilité et gestion, TIC) représentent chacun plus d'un quart de la hausse des chômeurs.

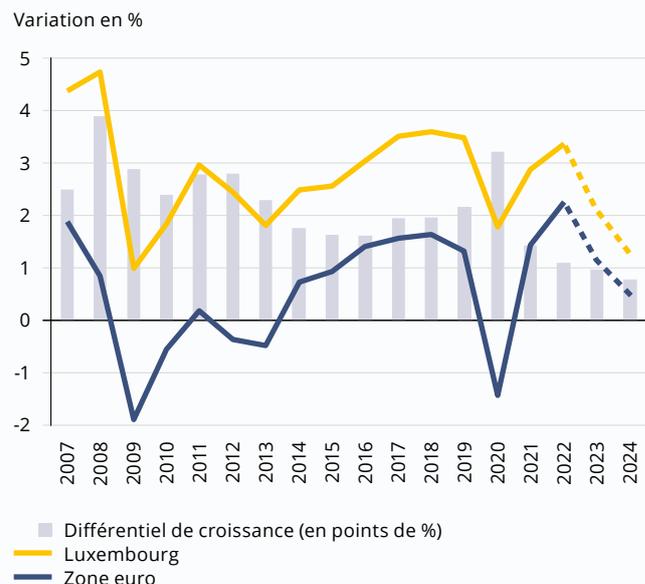
⁴ Dans une analyse à paraître en décembre 2023.

Graphique 4.9
L'évolution de l'emploi devrait toucher le fond sur les prochains trimestres



* Moyenne des 5 indicateurs précurseurs: Heures supplémentaires, Travailleurs intérimaires, Perspectives d'emploi des entrepreneurs, Indicateur de tension, PIB de la zone euro.
Sources: STATEC, IGSS, Eurostat

Graphique 4.10
Le différentiel de croissance de l'emploi en faveur du Luxembourg devrait se réduire davantage



Sources: STATEC, Commission européenne (2023-2024: prévisions)

5 Tirées des enquêtes de conjoncture mensuelles auprès des entreprises.

6 Notamment dans les domaines de l'agroalimentaire, des caoutchoucs et plastiques et des produits métalliques.

Indicateurs précurseurs: vers une fin de l'hémorragie?

Si l'indicateur précurseur synthétique de l'emploi ne laisse pas espérer une reprise à très court terme (cf. graphique 4.9), il pointe néanmoins vers une fin de la décline sur les prochains trimestres. Côté positif, l'indicateur de tension (nouvelles offres d'emploi rapportées aux nouvelles inscriptions au chômage) a légèrement relevé la tête au 3^e trimestre (moins de hausse des chômeurs et plus de nouvelles offres d'emploi qu'en T2, données désaisonnalisées). Les heures supplémentaires et le nombre de travailleurs intérimaires ont cessé de se replier au 2^e trimestre (-8 et -9% sur un an, comme en T1), mais des données partielles pour le 3^e trimestre font craindre une nouvelle dégradation. Le PIB de la zone euro et les perspectives d'emploi des entrepreneurs du 3^e trimestre (moyenne des différentes branches) ne laissent quant à eux pas encore entrevoir une fin de la détérioration.

En ce qui concerne les perspectives d'emploi⁵, les tendances diffèrent nettement entre les différentes branches. Il y a d'un côté une reprise pour l'industrie depuis le point bas de juillet⁶, qui ne s'observe pas en zone euro (où le solde des opinions n'avait auparavant pas vu le même affaissement). Puis un sur-place du commerce de détail (à un niveau supérieur à fin 2022) et des voyants encore au rouge dans la construction (décline graduelle depuis le début de 2022) et les autres services non financiers (repli depuis le début de l'été, nettement plus marqué qu'en zone euro).

Prévision: l'emploi freinerait encore en 2024

Sur base annuelle, l'emploi devrait ralentir encore en 2024 malgré la remontée anticipée de l'activité (cf. chapitre 2). Ceci s'explique par le manque d'élan avec lequel l'emploi devrait entrer dans 2024 (cf. ci-dessus) – alors que 2023 bénéficiait encore d'un 1^{er} trimestre dynamique – et le retard avec lequel l'emploi suit habituellement l'activité (qui a baissé en 2023 et qui n'augmenterait que modérément en 2024). La progression de l'emploi de 1.3% anticipée pour 2024 (après +2.1% pour 2023) serait inférieure à celle observée en 2020 en pleine crise du Covid (où le chômage partiel avait permis d'éviter un résultat plus négatif) et proche de celle observée lors de la Grande Récession (1.0% en 2009).

Tableau 4.1

Marché du travail

			Scénario central			Durcissement des conditions de crédit ¹		Épuisement du surplus d'épargne ²	
	2022	1995-2022	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Niveau (personnes)	Évolution (en % ou en points de %)	Évolution en % sauf si spécifié différemment						
Population totale ³	660 809	1.8	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.9
Solde migratoire (% de la pop. tot.)	14 206	.	2.1	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
Population en âge de travailler ⁴	423 502	1.9	2.3	1.4	1.6	1.4	1.5	1.4	1.6
Population active	302 094	2.1	1.5	2.1	1.8	2.1	1.8	2.1	1.9
Taux d'activité (% de la pop. en âge de travailler) ⁵	.	71.1	71.3	71.8	72.0	71.8	72.0	71.8	72.0
<i>Idem, femmes⁵</i>	.	62.0	70.1	70.1	70.1	70.1	70.1	70.1	70.1
Emploi total intérieur	501 439	3.2	3.4	2.1	1.3	2.0	0.8	2.1	1.7
dont: frontaliers entrants	227 606	5.3	4.3	2.6	1.6	2.5	1.0	2.6	2.3
emploi résident	287 627	2.0	2.5	1.7	1.0	1.6	0.7	1.7	1.3
Durée de travail moyenne	.	-0.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.5
Nombre de chômeurs (ADEM)	14 570	4.5	-15.0	9.2	17.1	9.7	21.3	9.0	12.7
Taux de chômage (% de la pop. act.) ⁵	.	4.6	4.8	5.2	5.9	5.2	6.2	5.2	5.7

¹ Dans ce scénario défavorable, les hausses passées des taux d'intérêt directs ont un impact plus fort que prévu, entraînant un ralentissement de l'économie globale. Des tensions réapparaissent dans le système bancaire mondial, renforçant le durcissement des conditions de crédit, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les marchés boursiers chuteraient à court terme, exacerbant l'impact sur la demande, avant de se stabiliser progressivement. Le PIB de la zone euro serait de 0.8 point de % inférieur au scénario de base en 2024. ² Dans ce scénario favorable, les consommateurs des économies avancées suivent l'exemple des États-Unis en puisant dans les économies accumulées pendant la pandémie. Dans l'ensemble, l'économie mondiale connaît une reprise vigoureuse, avec des marchés financiers qui se renforcent, notamment en Europe. Cette reprise tirée par la consommation entretient l'inflation et a des implications sur les politiques monétaires dans les économies avancées. Le PIB de la zone euro gagnerait 1.1 point de croissance en 2024 par rapport au scénario de base. ³ Au 31 décembre. ⁴ 20-64 ans. ⁵ Évolution en niveau. Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Le chômage continuerait à augmenter au Luxembourg

Pour la zone euro, la Commission européenne (dans ses prévisions d'automne) s'attend également à un freinage additionnel de l'emploi en 2024 (+0.5% après 1.1% pour 2023). Si l'emploi au Luxembourg devrait, selon les prévisions du STATEC et comme à l'accoutumée, s'accroître plus rapidement qu'en zone euro, le différentiel de croissance serait amené à se réduire davantage (cf. graphique 4.10). Cette tendance vers un différentiel de moins en moins positif s'observe également du côté de l'activité (même si elle est un peu masquée par la forte volatilité du PIB au Luxembourg)⁷.

Selon les prévisions du STATEC, le chômage continuerait à remonter en moyenne annuelle à 5.9% de la population active en 2024 (après 5.2% en 2023 et 4.8% en 2022, qui constituait un plus bas depuis 2008). Cette remontée ferait renouer le taux avec sa moyenne des 15 dernières années. Elle contraste avec le repli anticipé pour la zone euro, de 6.7% en 2022 à 6.5% pour 2023 et 2024 (taux observé aussi actuellement). Cet écart de tendance s'explique par les dynamiques différentes de la population active: le vieillissement et un afflux insuffisant de migrants (pour contrecarrer la pénurie de main-d'œuvre) ne la feraient augmenter en zone euro que de 0.8% en cumul sur 2023 et 2024 (prévision de la Commission européenne), contre +4% au Luxembourg (prévision du STATEC).

Que la croissance de l'emploi anticipée pour le Luxembourg soit (largement) insuffisante à faire baisser le chômage s'explique également par les frontaliers qui devraient à nouveau pourvoir 60% des emplois créés en 2023 et 2024. L'emploi frontalier resterait plus dynamique que celui des résidents (cf. tableau 4.1), mais cet écart se réduirait, le premier réagissant plus fortement aux aléas conjoncturels que le deuxième (l'emploi public y joue un rôle important). Avec quelque 1.6% en 2024, la progression des frontaliers resterait nettement en deçà des plus de 4% par an enregistrés sur les années 2015-2022 (à part 2020).

Le narratif – freinage supplémentaire de l'emploi et hausse additionnelle du chômage à l'horizon 2024 – reste valide dans les scénarios alternatifs. Si les hausses passées des taux d'intérêt directs provoquent une dégradation plus marquée de l'activité économique, la progression de l'emploi au Luxembourg pourrait même tomber à un plus bas historique en 2024 (+0.8% anticipé dans le scénario défavorable, cf. tableau 4.1).

⁷ Le différentiel sur la croissance du PIB serait même favorable à la zone euro en 2022 et 2023.



05

**FINANCES
PUBLIQUES**

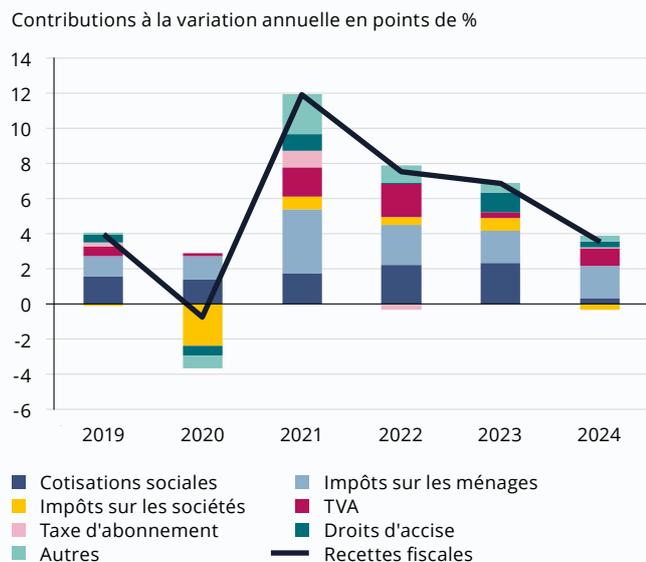


Les recettes fiscales ont été soutenues en 2023 par les effets du dynamisme de la masse salariale sur les impôts des ménages et les cotisations sociales, mais aussi par d'importants soldes d'impôts sur les revenus des sociétés relatifs à des exercices fiscaux antérieurs. D'un autre côté, la faible progression de la taxe d'abonnement et de la TVA, mais aussi la forte baisse des droits d'enregistrement sur les transactions immobilières ont pesé sur les recettes. Ces dernières devraient encore ralentir significativement en 2024, sous l'effet du freinage de l'emploi, de l'inflation et de la réduction des taux de cotisation pour compenser la 3^e tranche indiciaire de 2023.

Les dépenses publiques ont été stimulées en 2023 par la hausse de la masse salariale et par des transferts spécifiques. Elles devraient aussi ralentir en 2024 vu la moindre contribution de l'indexation des salaires et l'expiration du crédit d'impôt énergie.

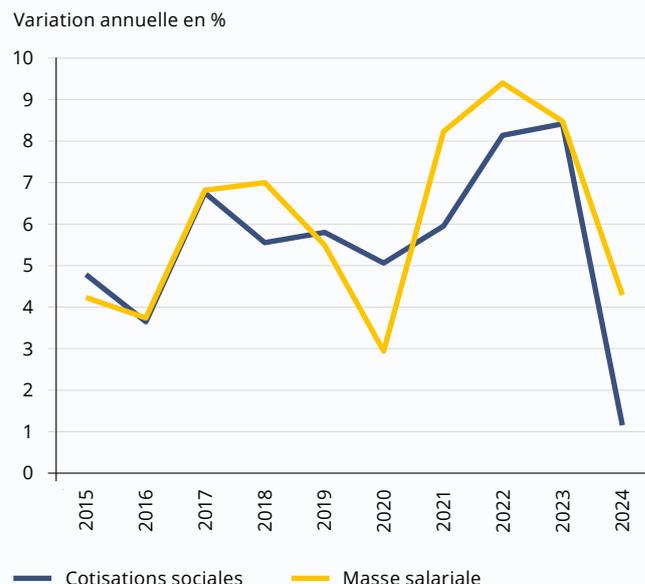
La croissance des dépenses demeurerait toutefois plus forte que celle des recettes en 2023 et en 2024, creusant le déficit public à -1.7% du PIB en 2023 puis -2.7% en 2024. Cette détérioration du solde va en parallèle avec la dégradation des perspectives conjoncturelles et la succession de mesures anti-crise. Les mesures annoncées dans l'accord de coalition n'ont pas été intégrées dans ces prévisions.

Graphique 5.1
Ralentissement marqué des recettes en 2024...



Source: STATEC (données produites selon l'optique des comptes nationaux, 2023-2024: prévisions)

Graphique 5.2
... lié en partie au repli des cotisations sociales



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

1 Les prévisions sont produites selon l'approche des comptes nationaux, les recettes se rapportant au moment de leur fait générateur antérieur (optique SEC 2010). Les évolutions diffèrent de celles des recettes encaissées.

2 Cf. Projet de loi n° 8260, <https://www.chd.lu/fr/dossier/8260>.

Ralentissement attendu des recettes fiscales en 2024

Sur les dix premiers mois de 2023, les recettes fiscales encaissées ont augmenté de 8.4% sur un an, portées par la hausse des impôts sur les ménages au 2^e trimestre et par d'importants soldes d'impôts sur les revenus des sociétés relatifs à des exercices fiscaux antérieurs. Après avoir nettement progressé au 1^{er} semestre, les recettes ont diminué au 3^e trimestre (-4.1% sur un trimestre sur base des données désaisonnalisées) en raison d'une baisse des impôts sur les revenus de capitaux des ménages, du repli des impôts sur les sociétés et d'une baisse (temporaire) des accises encaissées sur le tabac.

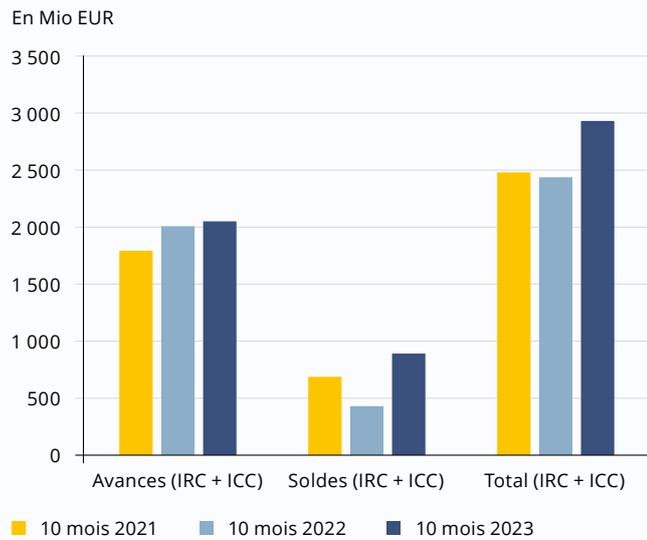
Les recettes fiscales devraient ralentir en 2024 (+3.5% prévus, après +6.9% en 2023¹). Ce ralentissement concerne surtout les droits d'accise, les cotisations sociales et les impôts sur les sociétés. L'impact des mesures fiscales sur les recettes (notamment le crédit d'impôt conjoncture, l'adaptation des barèmes d'imposition et la baisse des cotisations sociales pour compenser la 3^e tranche indiciaire de cette année) est de 0.5 point de PIB en 2023 et de 0.3 point additionnels en 2024. Par rapport à la Note de conjoncture 1-2023, les prévisions de croissance des recettes sont révisées à la hausse pour 2023 (+0.6 point de %) grâce notamment à une progression plus forte qu'anticipé des accises sur le tabac et des impôts sur la fortune, et légèrement révisées à la baisse pour 2024 (-0.2 point de %).

Les mesures fiscales et le ralentissement de la masse salariale impactent les cotisations sociales et les impôts sur les ménages

La masse salariale, qui a fortement augmenté sur les trois dernières années (+8.2% sur un an en 2021, +9.5% en 2022 et +8.5% en 2023), devrait être beaucoup moins dynamique en 2024 (+4.3%) en raison du ralentissement de l'emploi et de l'inflation (échelle mobile des salaires).

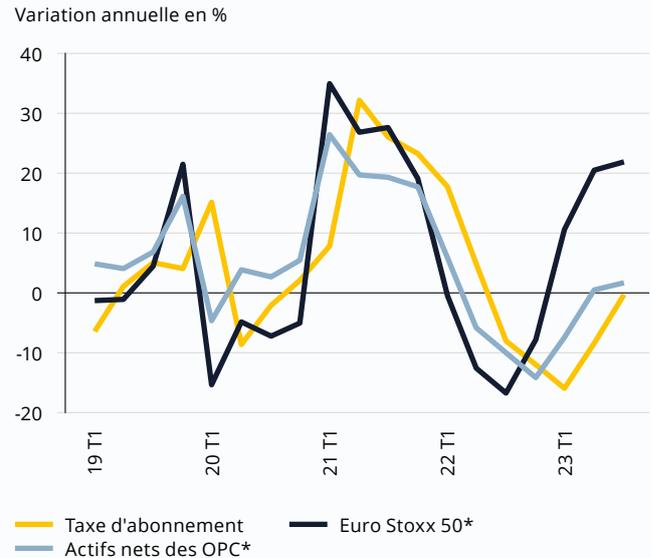
Après une progression soutenue en 2023, les cotisations sociales vont pâtir en 2024 du freinage de la masse salariale mais aussi de la mesure de soutien aux entreprises visant à compenser l'impact de la 3^e tranche indiciaire de cette année (+1.2% de cotisations sociales en 2024, après +8.4% en 2023). Cette mesure réduira les taux moyens des classes de la Mutualité des employeurs en 2024 (et dans une moindre mesure en 2025 et 2026 pour certaines classes), ce qui diminuera les cotisations sociales encaissées d'environ 300 Mio EUR.²

Graphique 5.3
Les soldes d'imposition (relatifs à des années antérieures) gonflent les impôts des sociétés en 2023



Note: L'IRC est l'impôt sur le revenu des collectivités, l'ICC est l'impôt commercial communal.
 Sources: ACD, STATEC

Graphique 5.4
Les recettes sur la taxe d'abonnement se redressent lentement



* Valeurs du dernier mois du trimestre.
 Sources: AED, CSSF, Macrobond, STATEC

Concernant les impôts sur le revenu des ménages, un crédit d'impôt conjoncture équivalant à une adaptation du barème de deux tranches indiciaires a d'abord été mis en place en 2023 (pour un montant d'environ 250 Mio EUR), avant que le barème d'imposition ne soit réellement ajusté en 2024. Avec ces mesures, la croissance des impôts sur les ménages ralentirait à +7.8% en 2023 (après +9.7% en 2022) et à +7.7% en 2024³.

Des effets de soldes sur les impôts des sociétés

Les impôts encaissés sur les revenus des sociétés (+20% sur un an sur les 10 premiers mois de 2023) sont tirés à la hausse par une remontée inattendue des soldes d'imposition relatifs aux exercices fiscaux des années antérieures. Ces soldes expliquent 92% de la croissance des recettes sur les 10 premiers mois de 2023 (avec une progression de 105% sur un an pour les soldes contre seulement 2% pour les avances). Le STATEC suppose que les soldes d'impôts seront plus faibles l'année prochaine et que les avances seront stables, ce qui impliquerait une baisse d'environ 3% des impôts collectés sur les revenus des sociétés en 2024⁴.

L'impôt sur la fortune a fortement augmenté sur les 10 premiers mois de 2023 (+37% sur un an) et atteint 24% des impôts payés par les sociétés (contre 15% fin 2019). Cette hausse est surtout liée à un nombre limité de contribuables qui ont payé des soldes élevés relatifs à des années d'imposition antérieures et à des opérations exceptionnelles. Le STATEC prévoit un repli d'environ 4% de l'impôt sur la fortune en 2024⁵.

La taxe d'abonnement suit la faible progression des fonds d'investissement

Les actifs des fonds d'investissement remontent doucement la pente (+2% sur un an en septembre) après avoir chuté de 14% en 2022. Cette progression semble néanmoins assez faible comparée à la reprise des marchés boursiers (+22% sur un an en septembre, cf. graphique 5.4). Cela résulte des réallocations des investisseurs de leurs actifs en portefeuille et de la baisse des émissions nettes dans un contexte de hausse des taux et d'aversion au risque (cf. chapitre 2)⁶. Les recettes encaissées sur la taxe d'abonnement sur les 10 premiers mois de 2023 affichent ainsi une baisse de 5.7% sur un an (-0.4% sur un an au 3^e trimestre). Les prévisions tablent sur une faible croissance en 2024 (+1.2%), liée à un léger repli des indices boursiers (-1.6%).

3 Cette prévision se base sur une adaptation du barème d'imposition à 2.5 tranches indiciaires, et non à 4 tranches indiciaires comme annoncé récemment dans l'accord de coalition (qui diminuerait les impôts encaissés sur les ménages de 180 Mio EUR supplémentaires).

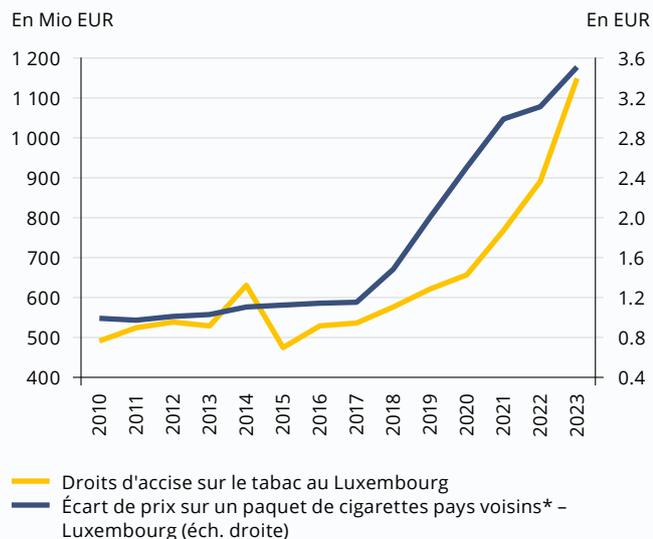
4 Cette prévision n'intègre pas les effets de la refonte de la fiscalité des entreprises à l'échelle internationale, les répercussions budgétaires ne se présentant de manière complète qu'à partir de 2025, voire 2026 (cf. projet de loi <https://wdocs-pub.chd.lu/docs/exped/0141/173/283732.pdf>).

5 Les sociétés de participation financière (SOPARFI) contribuent pour environ 75% des recettes de l'impôt sur la fortune. L'arrêt de la Cour constitutionnelle sur la discrimination entre l'imposition des entreprises et des sociétés financières pourrait avoir un impact non négligeable sur les recettes liées pour les prochaines années, mais il n'a pas pu être chiffré dans le cadre de cette prévision qui a été finalisée début novembre.

6 Selon les simulations du STATEC, une hausse des taux d'intérêt de 4 points de % (en une année) engendrerait une baisse de la taxe d'abonnement de 25% ceteris paribus (après plusieurs années).

Graphique 5.5

Les accises sur le tabac en forte hausse sur les cinq dernières années

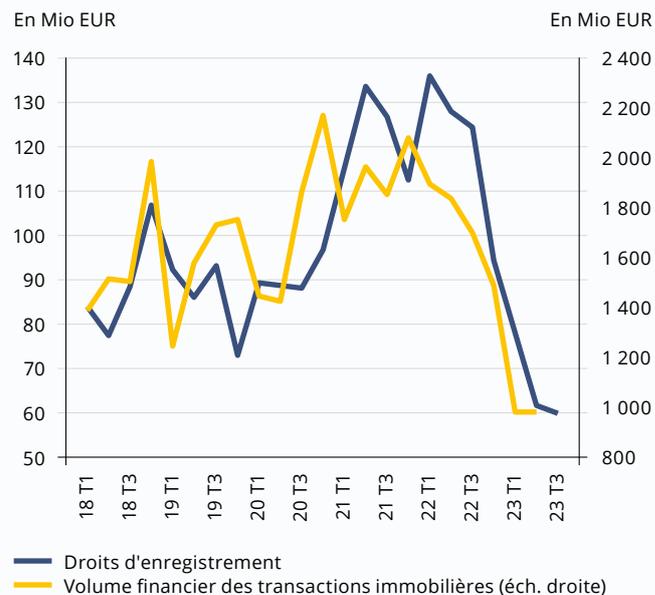


* Prix moyen en France, en Allemagne et en Belgique.

Sources: ADA, STATEC, Contributions indirectes France, Combien-coute.net. (Données selon l'optique des comptes nationaux, 2023: prévision)

Graphique 5.6

Le repli du marché immobilier affecte les recettes sur les droits d'enregistrement



Sources: AED, STATEC (droits d'enregistrement désaisonnalisés)

7 En 2023, un paquet de cigarettes est en moyenne deux fois moins cher au Luxembourg qu'en France, et 30% moins cher qu'en Allemagne ou en Belgique. Entre 2017 et 2022, tandis que l'écart de prix moyen avec les pays voisins a presque triplé, les volumes de cigarettes et tabac mis en vente au Luxembourg ont augmenté de 50% et les accises encaissées ont progressé de 67%.

8 La loi votée par le Parlement français en 2022, qui prévoit de répercuter plus rapidement l'inflation sur le prix du tabac (via une adaptation des taxes), va engendrer une hausse du prix du paquet de 40-50 cents dès le 1^{er} janvier 2024 en France.

Rebond des accises en 2023 et de la TVA en 2024

Les recettes encaissées sur les droits d'accise sont fortement reparties à la hausse cette année. Les accises sur les carburants ont augmenté de 8% sur un an, résultant d'un effet de base après la chute enregistrée en 2022 (-11%) liée à la hausse des prix des carburants et les remises des pays voisins. La tendance à la baisse observée sur les ventes de carburants devrait néanmoins se poursuivre en 2024. Les recettes liées (qui incluent la taxe CO₂) ne devraient progresser que de 1.3% l'an prochain.

Les accises encaissées sur les ventes de cigarettes et tabac enregistrent en revanche une progression fulgurante depuis cinq ans (+13% sur un an sur les 10 premiers mois de 2023, après +16% en 2022), ce qui résulte principalement d'un écart croissant entre les prix pratiqués au Luxembourg et ceux des pays voisins, dynamisant les ventes aux non-résidents, et d'une hausse des taux d'accises autonomes appliqués⁷. Depuis l'an dernier, le total des recettes encaissées sur les ventes de tabac dépasse celui encaissé sur les carburants. En 2024, l'écart entre le prix du tabac pratiqué au Luxembourg et la moyenne observée dans les pays voisins devrait encore légèrement augmenter⁸. Les accises sur le tabac pourraient ainsi encore progresser d'environ 10% au Luxembourg.

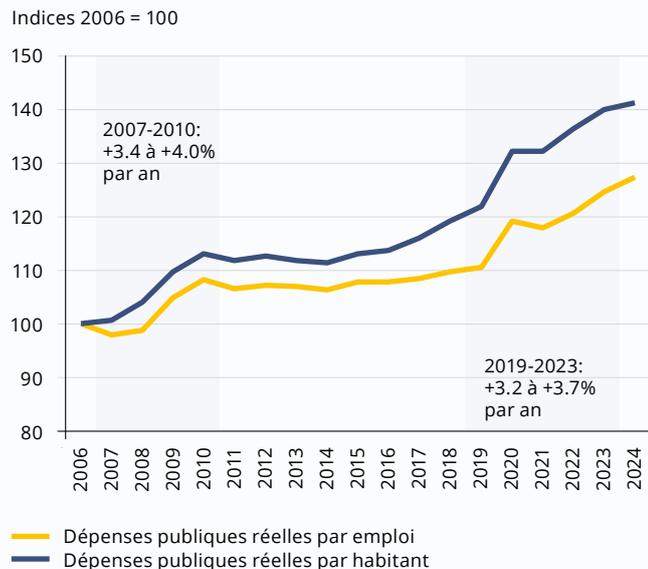
Les recettes de TVA ont ralenti cette année (+4% sur un an sur les 10 premiers mois de 2023, après +12% en 2022) suite à la réduction temporaire des taux. Avec le retour à la normale en 2024 et la croissance de l'activité prévue (+4% de valeur ajoutée nominale), les recettes sur la TVA devraient rebondir (+7.4% sur un an prévus en 2024).

La baisse des transactions immobilières fait chuter les impôts liés

Les recettes provenant des droits d'enregistrement sur les transactions immobilières ont fortement diminué depuis la fin de l'année 2022 en raison de la baisse des prix et des ventes de logements et du freinage des nouvelles constructions. La chute des recettes sur les droits d'enregistrement sur les 10 premiers mois de 2023 (-51% sur un an) est similaire à celle observée en 2009 (-52%), en pleine crise financière. La baisse des prix immobiliers au Luxembourg devrait être moins prononcée l'année prochaine (-5.2% prévus en 2024 après -7.6% cette année), de même pour l'investissement résidentiel (-6.2% après -12%), ce qui devrait limiter la baisse des recettes sur les transactions immobilières (-6.6% prévus en 2024).

Graphique 5.7

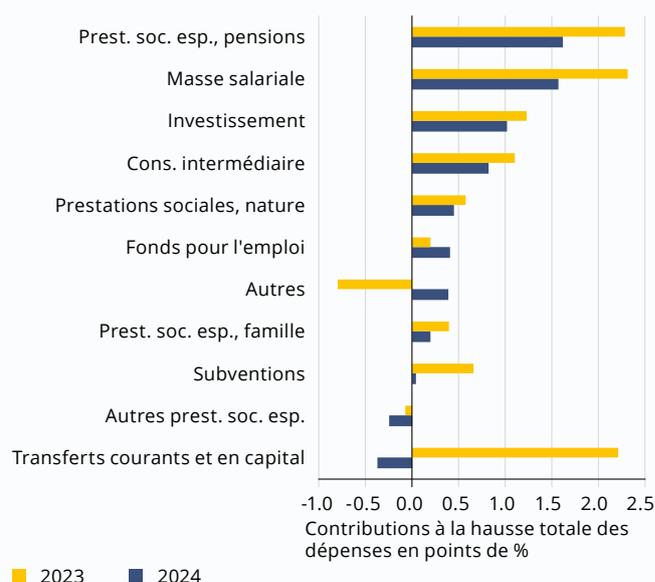
Les dépenses publiques réelles par tête* gonflent lors des périodes de crise



* Déflateur: échelle mobile des salaires.
Source: STATEC (2023-2024: estimations/prévisions)

Graphique 5.8

Les contributions à la croissance des dépenses perturbées par les mesures de crise et des phénomènes exceptionnels



Source: STATEC (prévisions)

Les dépenses publiques vont ralentir à partir de 2024

Les périodes de crise sont des périodes où les dépenses publiques réelles par personne⁹ progressent plus vite (cf. graphique 5.7). Aussi, l'on voit que sur la période 2010-2019, les dépenses publiques réelles par emploi sont restées relativement constantes. Avec l'expiration des mesures de crise, le STATEC s'attend dès lors à un ralentissement voire à une stabilisation des dépenses publiques à partir de 2024.

Ce mouvement de freinage est déjà bien engagé au niveau des dépenses réelles totales, dont la hausse devrait passer de 5.9% en 2022 à 2.5% en 2024. La progression nominale serait presque divisée par deux entre 2023 et 2024, en passant de 10.1% à 5.9%, ce qui est dû en partie au ralentissement de l'inflation (échelle mobile). En revanche, les prévisions du STATEC se basent en partie sur un budget temporaire (appelé celui des "douzièmes provisoires") en attendant le budget final à voter par la Chambre des Députés nouvellement élue¹⁰.

Les pensions et la masse salariale continuent de dominer les dépenses publiques

Les dépenses publiques les plus importantes (masse salariale, pensions, investissement, cf. graphique 5.8) reproduisent grosso modo le mouvement de ralentissement de l'échelle mobile entre 2023 et 2024. En revanche, pour beaucoup de catégories, des phénomènes spéciaux viennent perturber leur interprétation:

- Les transferts (courants, capital) culmineraient en 2023 du fait de l'impact des mesures anti-crise (comme les subventions), mais aussi en raison d'une hausse exceptionnelle en 2023 des transferts à l'Union européenne, au titre des ressources propres (à hauteur de plus de 200 Mio EUR)¹¹;
- Les "autres prestations sociales" génèrent de faibles contributions négatives du fait qu'elles prennent en compte les crédits d'impôts "énergie" qui avaient culminé en 2022 et diminuent depuis¹²;

⁹ L'expression "par personne" est censée refléter le fait que les dépenses publiques répondent en premier lieu à des besoins qui sont générés par la croissance de la population ou de l'emploi (transports, éducation, santé, etc.). Mais comme ces ratios ne sont pas stables à très long terme (la période 2010-2019 devant plutôt être considérée comme exceptionnelle), les dépenses publiques augmentent aussi avec l'émergence de nouveaux besoins et usages du secteur public.

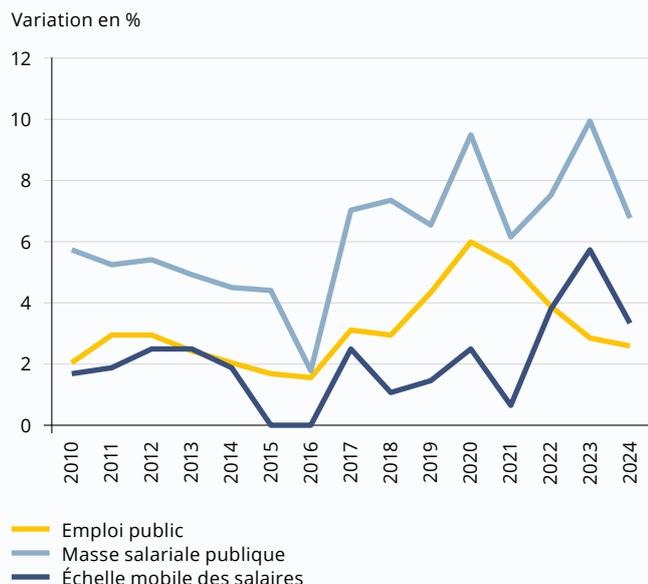
¹⁰ Dans cette prévision, certaines dépenses sont basées sur la projection macroéconomique du STATEC (surtout la masse salariale et la consommation intermédiaire), alors que d'autres proviennent directement du Plan budgétaire (investissements et transferts).

¹¹ Il s'agit en fait d'un recalcul en raison de la révision de la série historique du RNB (revenu national brut) sur les années 2019-2022.

¹² En comptabilité nationale, il faut faire la distinction entre les crédits d'impôts pour lesquels une dépense publique doit être engagée, appelés "à payer", et ceux qui sont enregistrés comme allègements fiscaux, appelés "non exigibles". En l'occurrence, les crédits d'impôts énergie de 2022 et 2023, destinés à amortir la hausse du coût de l'énergie, figurent dans la première catégorie au niveau des prestations sociales en espèces (catégorie "autres" au graphique 5.8). Le crédit d'impôt "conjoncture", censé compenser les ménages en 2023 à hauteur de 2 tranches indiciaires pour la non-indexation du barème, est classé dans la deuxième catégorie et vient directement diminuer la charge fiscale.

Graphique 5.9

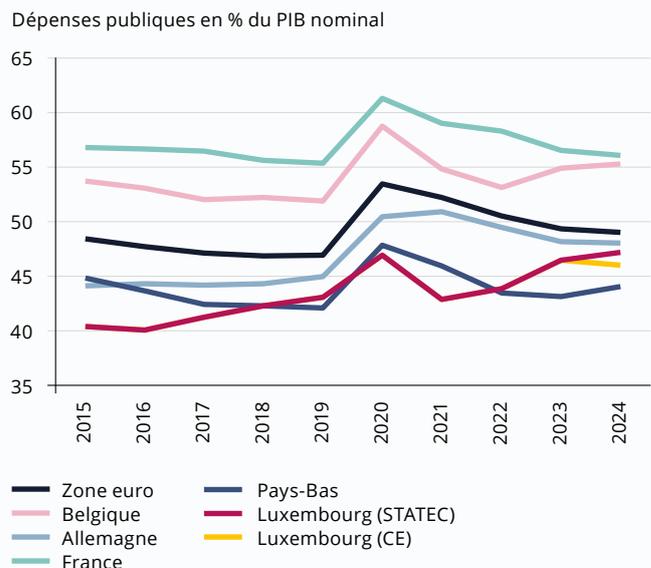
Le ralentissement de l'emploi public contribue à la modération des dépenses salariales du secteur public



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Graphique 5.10

Le Luxembourg à contre-courant avec une hausse persistante du ratio "dépenses publiques/PIB" depuis 2015



Sources: Commission européenne (CE) et STATEC (2023-2024: estimations/prévisions)

13 Sur la période 2015-2019, le Luxembourg avait un taux de prélèvement public de 41.4%, contre 41.1% pour les 10 pays de l'Est européen (Malte, Chypre et l'Irlande avaient des taux encore plus bas). En 2024, suivant les prévisions de la Commission européenne, le taux de ces dix pays passerait à 44.3% (+3 points), tandis que celui du Luxembourg augmenterait à 46% (évidemment à politique inchangée). La France resterait championne en la matière avec un taux de 56.1% en 2024.

14 Comme avant: 2024 par rapport à la moyenne 2015-2019.

- Les autres dépenses généreraient aussi une contribution négative en 2023 du fait de l'expiration de certaines mesures prises pour contrer la crise du Covid (elles regroupent notamment les prestations en espèces "maladie");
- Les dépenses pour le Fonds pour l'emploi augmenteraient en 2024, par rapport à 2023, en raison de la hausse anticipée du chômage.

Des dépenses publiques relativement dynamiques au Luxembourg

Par rapport à la moyenne 2015-2019, le ratio "dépenses publiques/PIB nominal" du Luxembourg augmenterait presque trois fois plus vite que celui de la zone euro, jusqu'en 2024. Parmi les pays voisins, seule la Belgique verrait un mouvement similaire. Alors que le niveau de ce ratio resterait, en 2024, inférieur à celui des pays voisins (sauf Pays-Bas) et de la zone euro, il se détacherait du groupe de pays à taux de dépenses faible (dix pays de l'Est, Malte, Chypre et Irlande)¹³.

En examinant, de façon sommaire, les contributions des différentes catégories de dépenses à l'origine de la hausse du taux au Luxembourg depuis 2015¹⁴, il apparaît que toutes les catégories y ont participé, à des degrés divers, certes. Les prestations sociales se trouveraient en tête de ce classement, avec un ratio "dépenses/PIB" en hausse de 1.7 point sur cette période, suivies de la masse salariale (+1.4 point). Les contributions de la consommation intermédiaire et de l'investissement seraient chacune de 0.9 point.

Des dépenses plus élevées dans le Plan budgétaire (provisoire)

Les dépenses inscrites dans le Plan budgétaire, en attendant le vote du Budget définitif vers la fin du premier trimestre 2024, seraient de 500 Mio EUR plus élevées que celles prévues par le STATEC. Deux agrégats concentrent l'essentiel de la différence: la masse salariale et les prestations sociales en espèces (chaque fois à hauteur d'environ 200 Mio EUR).

Tableau 5.1

Finances publiques (scénario de base et scénarios alternatifs)

						Durcissement des conditions de crédit		Épuisement du surplus d'épargne	
	Niveaux 2022	1995-2022	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Mio EUR					Évolution en % sauf si spécifié différemment			
Total des dépenses	34 024	6.4	9.7	10.1	5.9	10.1	5.9	10.1	5.9
Consommation intermédiaire	3 475	6.9	14.3	10.8	8.0	10.8	7.9	10.8	8.0
Formation de capital	3 285	6.6	10.9	12.7	10.3	12.7	10.3	12.7	10.3
Rémunération des salariés	7 930	6.0	7.5	9.9	6.8	9.9	6.7	9.9	6.8
Prestations sociales	14 581	6.6	10.3	6.7	6.1	6.7	6.4	6.7	5.8
Autres dépenses	4 752	6.5	7.6	18.6	-0.3	18.5	-1.0	18.7	0.4
Total des recettes	33 802	6.2	7.5	6.9	3.5	6.7	2.3	6.9	4.6
Impôts sur la production et les importations	8 688	6.1	5.3	2.6	5.5	2.3	3.7	2.7	6.9
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	1 382	6.4	8.1	9.4	3.7	9.2	2.5	9.5	4.8
Cotisations sociales	9 299	6.3	8.1	8.4	1.2	8.3	0.4	8.4	1.8
Autres recettes	3 433	5.3	9.7	4.5	4.6	4.2	3.1	4.6	6.4
Capacité/besoin de financement (% du PIB)	-222	1.5	-0.3	-1.7	-2.7	-1.7	-3.4	-1.6	-2.2

Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Par rapport à la prévision ayant figuré dans la Note de conjoncture 1-2023, les dépenses sont révisées à la hausse pour 2023, mais cela résulte d'un effet de base provenant de 2022. La dynamique (pour 2023) n'est pas révisée (hausse de légèrement plus de 10%), tandis que celle pour 2024 l'est légèrement à la hausse: +5.9% contre +5.3%. Les variables qui seraient plus dynamiques en 2024 sont l'investissement (identique au Plan budgétaire) et les prestations sociales (en partie en raison de la forte hausse attendue du chômage).

Le déficit public reviendrait (après 2020) à un niveau historiquement élevé

À politique inchangée, sur base des informations à disposition du STATEC jusqu'à la mi-novembre, le déficit public devrait se creuser, en 2024, pour s'approcher des -3% (administrations publiques consolidées), après un excédent à +3% en 2018. La dégradation du solde des finances publiques luxembourgeoises résulte de la conjonction de plusieurs éléments:

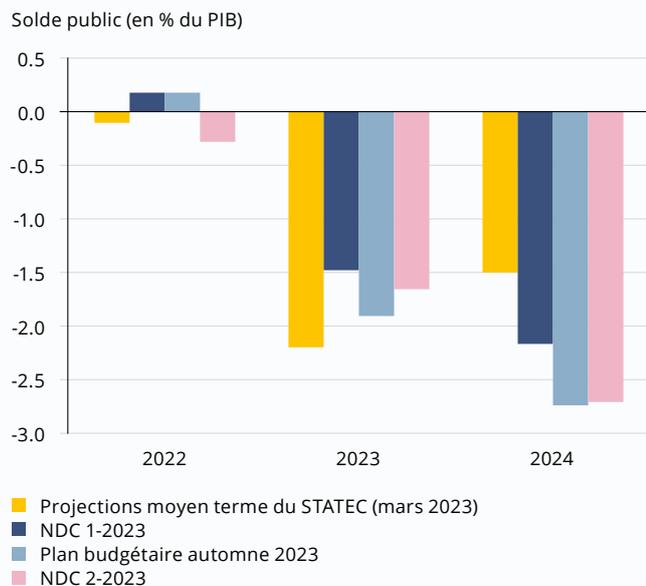
- Une hausse structurelle des dépenses, avec un ratio des dépenses publiques rapportées au PIB en hausse depuis 2010 (au lendemain de la crise financière)¹⁵;
- Une hausse conjoncturelle des dépenses, liée aux crises: à la veille de l'épisode du Covid, le ratio dépenses/PIB était à 43.1% (soit un niveau déjà au-dessus de la moyenne de long terme); en 2024, il est projeté à 47.2%, soit un plus haut historique, alors que les mesures de crise auront quasiment disparu;
- Une évolution des recettes à long terme grosso modo en ligne avec l'activité économique telle que mesurée par le PIB nominal; en effet, l'élasticité des recettes publiques totales au PIB est très proche de 1 sur la période 1995-2022¹⁶.

Le déficit projeté pour 2024 (à politique inchangée) à -2.7% se comparerait défavorablement avec ceux (bien moins faibles) observés en 2004 (à la suite d'une importante réduction de la charge fiscale) ou en 2009/2010 (après la grande crise financière). Par contre, il serait proche de celui enregistré lors de la crise du Covid (2020: 3.4%).

¹⁵ On peut parler de hausse structurelle des dépenses, car nombre de métriques montrent que les dépenses progressent ou plus vite que les recettes, ou plus vite que le PIB, et cela hors périodes de crise.

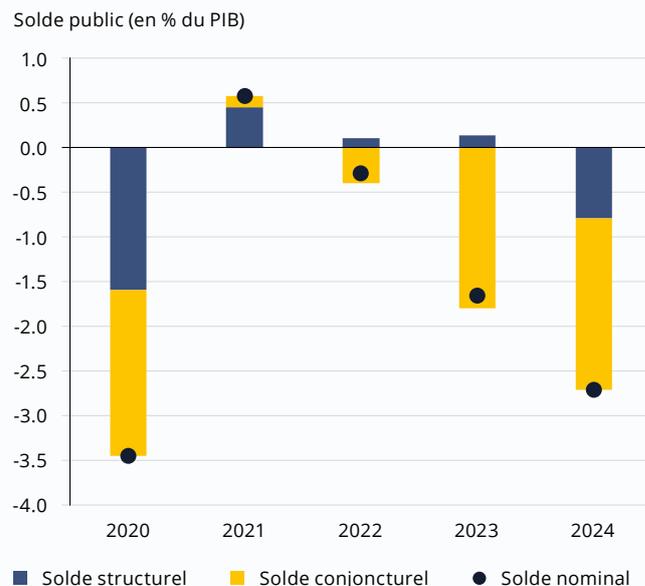
¹⁶ De 2010 à 2022, les recettes progressent légèrement plus vite que le PIB nominal, on observerait donc une élasticité supérieure à 1.

Graphique 5.11

Une dégradation continue du déficit prévu pour 2024

Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Graphique 5.12

La dégradation conjoncturelle pèserait particulièrement sur le solde public en 2023

Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

17 Il y a eu deux épisodes de dégradation similaire: 2002-2004 avec une variation cumulée du solde de -7 points de PIB et 2008-2010 avec une dégradation de -4.7 points.

18 Solde public structurel = Solde public nominal - 0,46 * écart de production. Ou: Solde public nominal = Solde structurel + solde conjoncturel. Le chiffre de 0,46 renvoie à la semi-élasticité budgétaire, qui représente la sensibilité du solde public à la position cyclique traduite par l'écart de production.

Alors que le déficit de 2020 était dû à des facteurs très exceptionnels, liés au caractère atypique de la crise, et que l'on pouvait s'attendre à un rebond rapide, celui projeté pour 2024 semble refléter bien plus clairement un ancrage conjoncturel sous-jacent. Cela se remarque, par exemple, à travers la révision à la baisse successive (cf. graphique 5.11) du solde qui va en parallèle avec la dégradation des perspectives conjoncturelles.

Ceci étant, les dégradations récentes, que ce soit celle de 2019-2020 ou celle de 2022-2024, n'ont rien d'exceptionnel dans leur ampleur¹⁷. Ce qui les rend particulières est leur succession rapide ainsi que le point de départ, moins favorable. Le législateur n'a donc pas eu l'opportunité de contribuer au redressement du solde, comme entre 2010 et 2018 (de -0.3% à 3%).

Des prévisions convergentes sur la dégradation de 2024

Le Luxembourg montre une dégradation du solde plus forte que la zone euro. Entre 2015-2019 et 2024, le solde du Luxembourg passerait de +2% du PIB à -2.7%, tandis que pour la zone euro, il n'y a qu'une dégradation de deux points de %. La Commission européenne et le FMI sont plus optimistes que les autorités luxembourgeoises, pour le Luxembourg, avec un déficit prévu à -1.8% et -1.9% respectivement en 2024, alors que l'OCDE est légèrement plus pessimiste, à -2.9%.

La récession de 2023 gonflerait le volet conjoncturel du déficit

Jusqu'ici le solde nominal a été commenté. Or, la dégradation de ce dernier peut résulter d'une situation conjoncturelle moins favorable, tout comme elle peut être induite par des politiques budgétaires expansives (la période 2002-2004 en est une bonne illustration avec la très forte baisse de la fiscalité) ou des mesures anti-crise. Le solde structurel en revanche est purgé de l'impact des fluctuations conjoncturelles sur base d'une correction qui tient compte de la position cyclique, telle que mesurée par l'écart de production¹⁸. On peut donc décomposer les variations du solde nominal en une partie conjoncturelle et une partie structurelle.



2023 et 2024 seraient à ce titre différentes¹⁹:

- 2023 semble être l'année depuis 2020 où le solde public est le plus marqué par la dégradation conjoncturelle; cela devrait s'expliquer en large partie par la légère baisse de l'activité voire le très fort ralentissement de l'emploi, impactant largement les recettes fiscales;
- En 2024, l'entièreté de la (légère) dégradation serait à mettre sur le compte du solde structurel (le solde conjoncturel étant quasiment constant entre les deux années, cf. graphique 5.12); d'un côté, la conjoncture s'améliorerait, et, de l'autre, certaines mesures joueraient encore pleinement, comme la réduction des impôts en faveur des ménages ou la compensation de la troisième tranche indiciaire en faveur des entreprises.

¹⁹ Il faut garder une certaine prudence dans l'interprétation du fait que l'écart de production mais aussi le solde nominal, et, partant, la décomposition en une partie conjoncturelle et une partie structurelle du solde, seront encore révisés.



06

**ÉNERGIE ET
ÉMISSIONS**

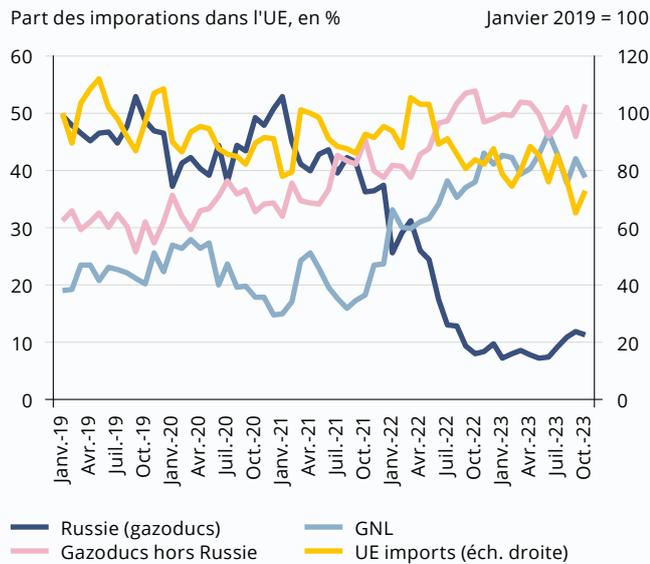


Avec des stocks de gaz remplis intégralement avant la saison de chauffe, l'Europe se trouve bien préparée pour l'hiver qui vient. Le continent a bénéficié d'une consommation modérée tout au long de l'année et du recours croissant au gaz naturel liquéfié (GNL) pour compenser la diminution des livraisons russes.

Malgré une baisse des prix sur les marchés de l'énergie en 2023 par rapport à l'année précédente, la facture énergétique des ménages ne s'est pas encore allégée et celle des entreprises a même subi une forte augmentation. Néanmoins, les prévisions du STATEC suggèrent que les ménages pourraient profiter de tarifs de gaz inférieurs au plafond fixé par le gouvernement en 2024.

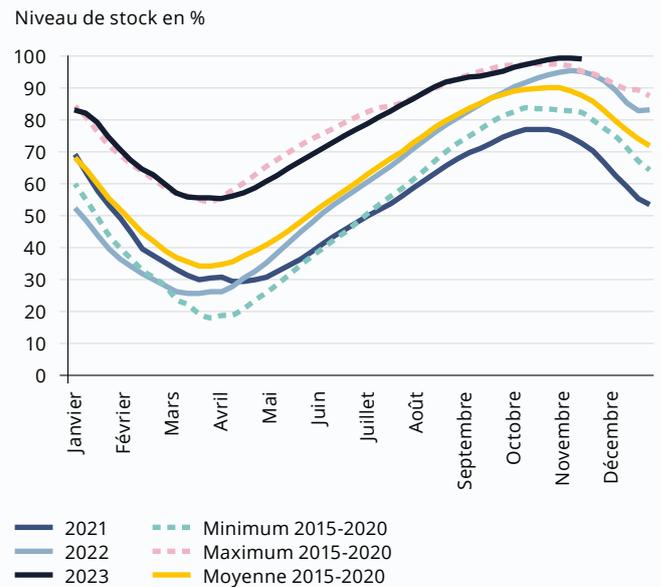
La consommation énergétique a fortement décliné en 2022 et au début de 2023. Au cours des dix premiers mois de 2023, les ventes de carburants, la consommation d'électricité et de gaz ont enregistré des baisses de respectivement 2%, 7% et 10% par rapport à la même période de 2022. Ce repli de la consommation tend cependant à s'estomper sur les derniers mois. Selon les estimations du STATEC, la diminution de la consommation d'énergie fossile entraînerait une baisse des émissions de 1.9% en 2023 et une réduction supplémentaire de 1.3% en 2024.

Graphique 6.1

Le gaz naturel liquéfié remplace le gaz russe

Note: GNL – Gaz naturel liquéfié.
Source: Bruegel

Graphique 6.2

Les stocks européens de gaz sont pleins avant la période de chauffe

Source: Macrobond (données hebdomadaires)

- 1 Milliard de mètres cubes, "Billion cubic meters" en anglais.
- 2 Gas infrastructure Europe.
- 3 Pour référence, l'UE a consommé 417 bcm de gaz en 2021.
- 4 Par exemple, l'accord provisoire de l'UE avec l'Azerbaïdjan visant à doubler les livraisons d'ici 2027 est en suspens, entre autres, pour cette raison.
- 5 Il est estimé qu'environ un tiers de la réduction de la consommation de l'hiver passé par rapport à 2015-2020 est attribuable à des températures plus élevées.

L'Europe a durablement réduit ses importations de gaz russe

Depuis le début de la guerre en Ukraine, l'Europe a réussi à réduire drastiquement ses importations de gaz en provenance de la Russie. Alors que la Russie représentait plus de 40% des importations avant le déclenchement de la guerre, sa part a chuté à environ 10% au cours des dix premiers mois de 2023. La Norvège s'est imposée comme le plus grand fournisseur de gaz en Europe, couvrant près de 30% des importations en 2023. S'y ajoutent les importations de gaz naturel liquéfié (GNL), dont la part a doublé depuis le début du conflit et atteint cette année 40% des livraisons de gaz en Europe, avec les États-Unis comme principal fournisseur.

Cette évolution s'inscrit dans la volonté de l'Union européenne de diversifier ses sources d'approvisionnement en gaz. À cet égard, les capacités de regazéification du GNL en Europe ont nettement augmenté en 2023 (+43 bcm¹/année selon GIE²) et une croissance supplémentaire est prévue dans les années à venir (+56 bcm³).

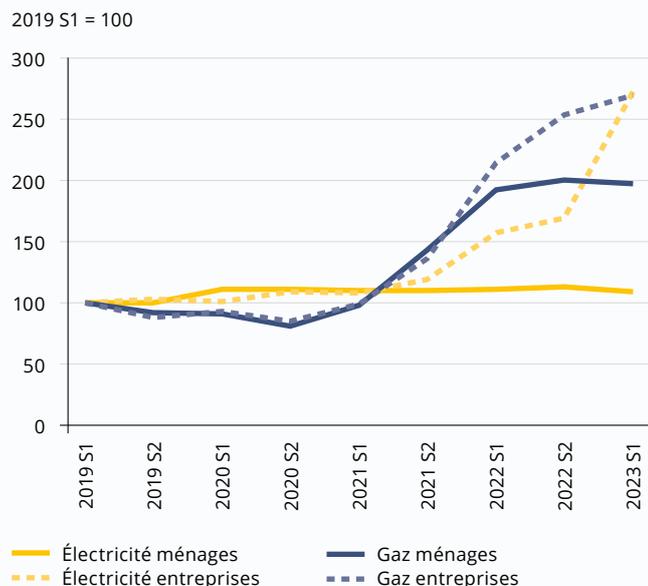
L'Europe se trouve cependant face au défi de conclure de nouveaux contrats d'approvisionnement en gaz tout en réussissant la transition énergétique. Avant d'investir dans l'expansion de leurs capacités pour répondre à la demande supplémentaire de l'Europe, les pays exportateurs de gaz exigent en effet des garanties quant à la persistance de la demande à long terme pour leur gaz⁴. Les pays européens visent en revanche une baisse des émissions de 55% à l'horizon 2030 qui présuppose une baisse continue du recours aux énergies fossiles.

Les stocks de gaz sont remplis avant le début de l'hiver

Une autre raison expliquant la réduction des livraisons de gaz russe est que l'Europe a surpassé son objectif de réduction de la consommation de gaz d'au moins 15%⁵. Cette moindre demande s'est traduite par une diminution des importations de gaz de 21% au cours des dix premiers mois de 2023 par rapport à 2019. La baisse de la consommation au niveau communautaire a aussi facilité le remplissage des stocks de gaz en Europe avant le début de la saison de chauffe. L'Union européenne a atteint son objectif de remplir 90% de la capacité avec plus de deux mois d'avance et a rempli 100% de sa capacité de stockage de gaz au début du mois de novembre.

Graphique 6.3

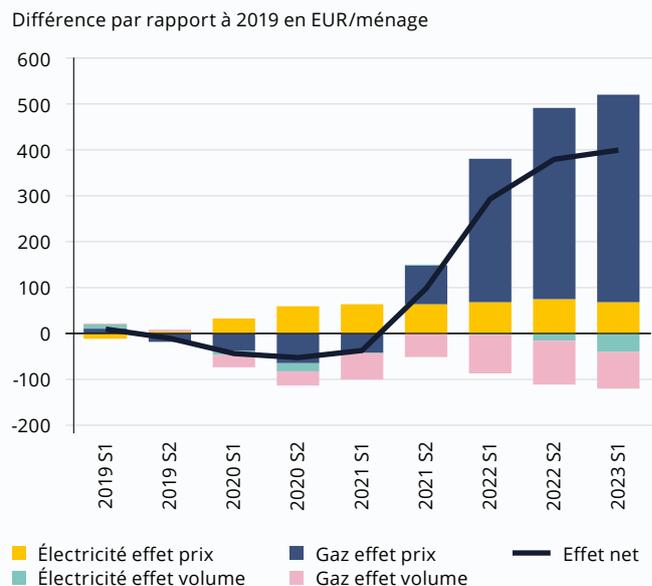
Hausse soutenue des prix à la consommation depuis la fin de 2021⁶...



Source: STATEC

Graphique 6.4

... qui alourdit la facture annuelle des ménages



Source: STATEC

Les entreprises ont subi un choc des prix de l'électricité en début d'année

En 2023, les prix de marché du gaz et de l'électricité ont enregistré un repli par rapport à leurs pics historiques de 2022. Toutefois, au Luxembourg, ces ajustements observés sur les marchés ne se transmettent pas instantanément et intégralement sur les prix à la consommation⁷. Depuis le début de la crise énergétique, les tarifs de consommation du gaz ont progressé plus rapidement que ceux de l'électricité, alors que leurs prix du marché ont évolué de manière similaire. Cette disparité s'explique par le fait que les fournisseurs d'énergie contractent des engagements à plus long terme pour l'achat d'électricité que pour le gaz, ce qui retarde l'impact observé sur les marchés de l'électricité par rapport à celui du gaz.

Le prix de l'électricité pour les entreprises augmente depuis le début de 2022, avec une forte hausse au début de 2023 (+60% par rapport à la fin de 2022). Les tarifs de consommation des entreprises sont sujets à des variations fréquentes en début d'année, principalement en raison de contrats annuels ou pluriannuels entrant en vigueur à ce moment-là. En revanche, pour les ménages, les prix à la consommation sont demeurés stables en 2023, car le gouvernement a plafonné les hausses du prix du gaz et a gelé celui de l'électricité à la fin de 2022⁸. Actuellement, certains fournisseurs offrent de nouveau des tarifs du gaz en dessous du prix maximal fixé par le gouvernement luxembourgeois.

La facture énergétique des ménages a augmenté considérablement depuis 2019

Par rapport à 2019, les dépenses des ménages liées à la consommation de gaz et d'électricité ont augmenté d'environ 400 EUR (cf. graphique 6.4). Les hausses du prix du gaz étaient accompagnées d'une diminution de la consommation de 13%⁹, atténuant ainsi l'augmentation des dépenses associées d'environ 100 EUR par année. La consommation d'électricité n'a par contre enregistré qu'un léger recul à partir du deuxième semestre 2022. Cela s'explique notamment par le fait que la crise énergétique ne s'est pas encore répercutée sur le prix de l'électricité payé par les ménages au Luxembourg. Avec un recul anticipé du tarif du gaz de 15% en 2024, la facture énergétique des ménages devrait se détendre l'année prochaine.

⁶ Entreprises avec des consommations d'électricité et de gaz inférieures à 70 GWh et 28 GWh respectivement.

⁷ Étude "Prévisions du prix de gaz et de l'électricité" de la Note de conjoncture 2023-01.

⁸ Ces mesures sont en vigueur jusqu'à la fin de l'année 2024.

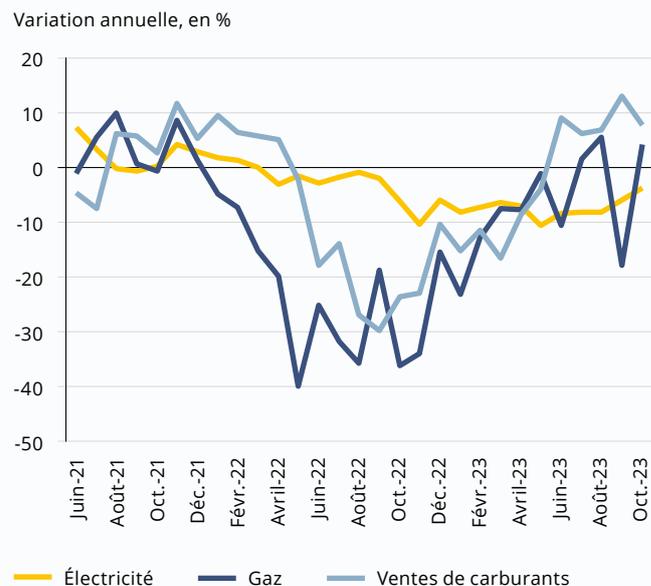
⁹ Baisse de la consommation des ménages en 2022 par rapport à 2019.

Graphique 6.5
Évolution tumultueuse du pétrole



Source: Macrobond (données hebdomadaires)

Graphique 6.6
La consommation d'énergie se stabilise



Sources: Creos, Ministère de l'Énergie

10 Durant la pandémie, plusieurs raffineries aux États-Unis ont fermé et les raffineries russes ne peuvent plus exporter sur le marché européen suite à la guerre en Ukraine.

11 Consommation de gaz des ménages et entreprises non industrielles (hors ETS).

12 Les énergies fossiles sont principalement destinées au chauffage, pour lequel il est possible de réduire la température tout en continuant à l'utiliser. En revanche, l'électricité est majoritairement utilisée pour les appareils électroniques qui sont soit allumés, soit éteints, rendant une réduction de sa consommation plus difficile.

Le prix du pétrole hésitant

L'évolution du prix du Brent reste marquée par des incertitudes. Après un net recul depuis la fin de l'année 2022, le prix du Brent oscille principalement dans la fourchette de 70 à 90 dollars par baril en 2023. Afin de prévenir une baisse excessive des prix du pétrole, les pays membres de l'OPEC+ ont convenu de réduire leur production de 5 millions de barils par jour, équivalant à environ 5% de la demande mondiale. Si le prix du Brent constitue le principal déterminant des tarifs de carburants, on constate un léger désalignement entre le prix du pétrole et les prix à la pompe au Luxembourg. Ce décalage s'explique d'une part par la dépréciation de l'euro par rapport au dollar et, d'autre part, par une capacité de raffinage insuffisante¹⁰.

Fin de la chute de la consommation d'énergie

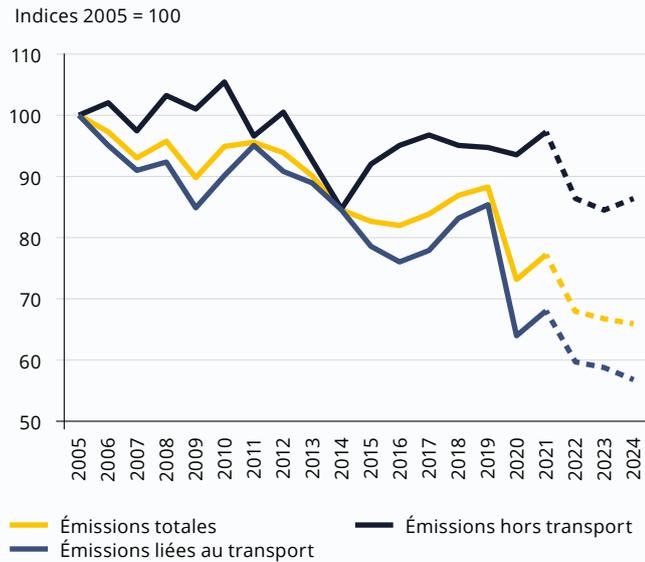
Suite à la flambée des prix de l'énergie tout au long de l'année 2022 et la crainte d'une pénurie de gaz, les consommateurs ont ajusté leurs habitudes de consommation. En 2022, la consommation de gaz¹¹ a ainsi baissé de plus de 20%, celle de l'électricité d'environ 5% et celle des carburants ainsi que du mazout de plus de 10%. Si cette tendance baissière s'est maintenue au début de l'année 2023, le potentiel de réduction pourrait désormais être épuisé.

La diminution de la consommation d'électricité a débuté plus tard que celle observée pour les autres sources d'énergie en raison de sa relative inertie¹², enregistrant un recul de 7% au cours des dix premiers mois de l'année 2023. La poursuite de l'électrification de l'économie luxembourgeoise, notamment avec le déploiement de l'électromobilité et des pompes à chaleur, devrait soutenir la consommation d'électricité dans les années à venir.

Depuis la fin de 2022, les ventes de carburants ont rebondi par rapport au point bas de septembre 2022. Ce redressement s'explique notamment par la levée progressive des mesures temporaires de réduction des prix des carburants en France et en Belgique, rendant les prix à la pompe luxembourgeois à nouveau plus attractifs.

Graphique 6.7

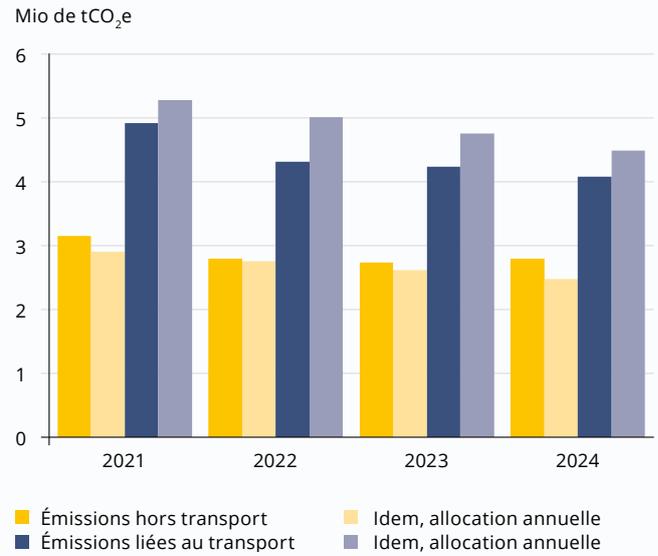
Baisse des émissions de gaz à effet de serre (GES)



Note: Émissions hors secteur ETS.
Sources: Inventaire des émissions de GES, STATEC (2022-2024: prévisions)

Graphique 6.8

La baisse des émissions du secteur des transports compenserait la hausse dans les autres secteurs



*Allocation annuelle des émissions comme déterminée par le RGD du 22 juin 2022 (visé par la loi modifiée du 15 décembre 2020 relative au climat).
Sources: Inventaire des émissions de GES, STATEC (2022-2024: prévisions)

Cependant, le faible dynamisme du début de l'année amène le STATEC à tabler sur une baisse des ventes de carburants en 2023 (-1.2%), qui se poursuivrait en 2024 (-2.5%), en raison d'une évolution conjoncturelle moins favorable – freinant le transport des marchandises dans l'UE –, de la poursuite des hausses de la taxe CO₂ et des progrès en matière d'électromobilité.

L'évolution de la consommation de gaz a suivi une trajectoire similaire à celle des carburants, avec une baisse au premier semestre par rapport à 2022 (-12%) et une relative stabilisation par la suite. Après la chute en 2022, la consommation de gaz diminuerait encore en 2023 (-3%) avant de se redresser en 2024 (+12%) avec entre autres la baisse prévue des tarifs du gaz. Pour le mazout par contre, le STATEC s'attend à une baisse de la consommation en 2023 (-6%) ainsi qu'en 2024 (-4%). Ce repli structurel de la consommation de mazout s'explique notamment par les normes d'efficacité énergétique des nouvelles constructions pour lesquelles les pompes à chaleur sont la technologie de référence.

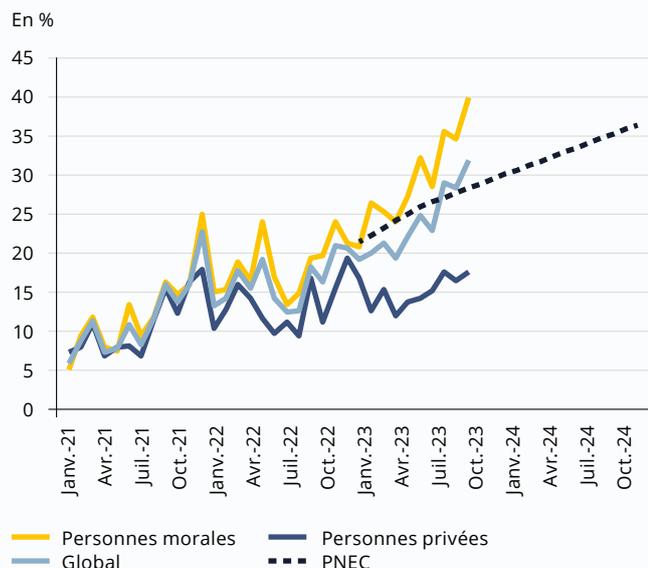
Les émissions de gaz à effet de serre durablement orientées à la baisse

Face à la diminution de la consommation des énergies fossiles en 2023, le STATEC table sur une baisse des émissions hors transport ainsi que des émissions liées au transport d'environ 2% en 2023. Les émissions hors transport rebondiraient en 2024 (+2.3%), tandis que celles liées au transport diminueraient de 3.5%. Après une baisse prononcée de 12% en 2022, les émissions totales (hors ETS) devraient donc poursuivre leur baisse en 2023 (-1.9%) ainsi qu'en 2024 (-1.3%).

Au niveau de la réalisation des objectifs climatiques nationaux, le recul des émissions du secteur des transports continuerait à compenser le surplus des émissions hors transport jusqu'en 2024 (cf. graphique 6.8). En termes absolus, les baisses projetées des émissions dans le secteur des transports seraient suffisantes pour permettre aux émissions totales (hors ETS) d'être inférieures à l'objectif annuel prévu par la loi climat. Les émissions resteraient aussi en deçà de la trajectoire projetée pour le PNEC¹³, et ce aussi bien pour les émissions hors transport que pour les émissions liées au transport et les émissions totales¹⁴.

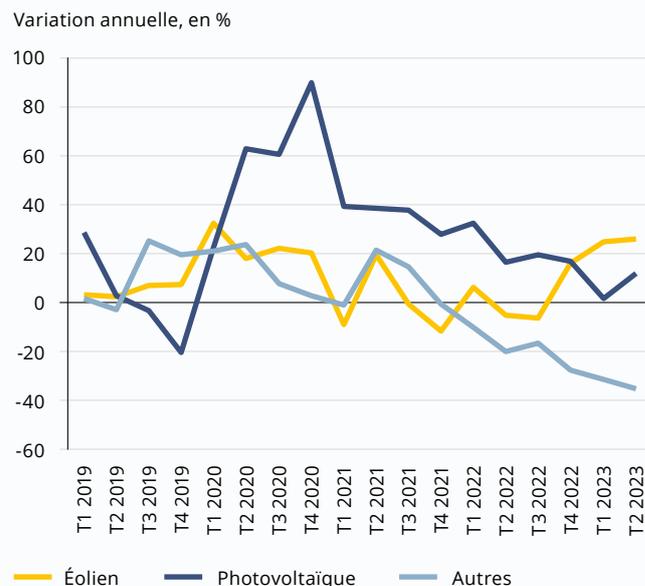
13 Plan national intégré en matière d'énergie et de climat.
14 Voir Analyses 03-23 du STATEC - Simulation de la transition énergétique de l'économie luxembourgeoise.

Graphique 6.9

Part de marché des voitures électriques au Luxembourg*

* Part dans les nouvelles immatriculations.
Source: SNCA

Graphique 6.10

La production d'électricité verte progresse

Source: Eurostat

15 Jusqu'à 8 000 EUR au Luxembourg, par rapport à 5 000 EUR en France, 4 500 EUR en Allemagne et 0 EUR en Belgique.

16 Les voitures des entreprises et les voitures en leasing, qui représentent environ 60% du marché luxembourgeois.

Les ventes de voitures électriques sont stimulées par les entreprises et le leasing

L'électromobilité au Luxembourg poursuit son essor, portée par des subventions généreuses¹⁵ et le renforcement des avantages fiscaux pour les voitures de fonction à zéro émission en 2023. Sur les 10 premiers mois de l'année, les voitures purement électriques représentaient près de 25% des nouvelles immatriculations au Luxembourg. Ce développement est particulièrement notable dans les immatriculations liées aux personnes morales¹⁶, où la part de marché des voitures électriques a atteint 40% en octobre. En 2021, la part de marché était encore relativement comparable entre les personnes morales et les particuliers, mais on note un certain décrochage depuis, la part de marché électrique des particuliers fluctuant dès lors entre 10% et 20%.

Le marché des voitures hybrides rechargeables n'affiche pas la même dynamique, notamment parce que les subventions accordées pour les voitures hybrides arriveront à échéance à la fin de l'année 2023. Leur part de marché se situe à 7% sur les 10 premiers mois en 2023. L'électromobilité commence aussi à se manifester dans le parc automobile luxembourgeois, les voitures purement électriques et hybrides rechargeables représentant respectivement 5% et 3% de la flotte nationale. La tendance actuelle est également en ligne avec la trajectoire prévue dans le PNEC, qui table sur une part de marché de 26% en 2023 et 33% en 2024.



L'éolien affiche actuellement le plus grand dynamisme dans la production d'électricité

Sur les 5 dernières années, la production d'électricité au Luxembourg a surtout été marquée par une expansion de la production photovoltaïque (+260% entre 2018 et 2022). Cependant, en 2023, c'est l'éolien qui affiche la plus grande progression, avec une hausse de la production de plus de 25% au premier semestre par rapport à 2022. Cette tendance devrait se confirmer aussi sur le reste de 2023, avec la mise en service de 8 éoliennes additionnelles au 4^e trimestre.

La production issue des combustibles a fortement chuté en 2023, diminuant de presque 40% sur la première moitié de l'année. Cette baisse est majoritairement attribuable au recul de la production issue du bois de rebut. Au total, la production nationale¹⁷ d'électricité a baissé de 15% au premier semestre par rapport à 2022. Selon les projections du PNEC, la production photovoltaïque et éolienne devrait augmenter d'environ 20% en 2024.

¹⁷ Production d'électricité au Luxembourg, hors production hydroélectrique pompée.

The background features a blurred image of various data visualizations, including a pie chart and a bar chart, in shades of blue and green. A prominent yellow line graphic starts from the left, dips down, and then rises towards the right, crossing the dark blue section.

07

—
**ÉTUDES
THÉMATIQUES**



7.1
Évolution récente du taux de marge au Luxembourg

7.2
Le concept d'inflation instantanée, un outil supplémentaire pour déterminer les tendances récentes des prix à la consommation

7.1

Évolution récente du taux de marge au Luxembourg

Le taux de marge des sociétés non financières a relativement bien résisté au Luxembourg par rapport aux autres pays européens en 2020 (notamment au plus fort de la crise pandémique) et est demeuré supérieur à son niveau d'avant-crise jusqu'en 2022. Le début de 2023 est cependant marqué par une tendance à la baisse. Ces constats s'appuient sur les données issues des comptes nationaux, dont le caractère provisoire doit être mis en avant.

Le taux de marge d'un secteur institutionnel ou d'une branche d'activité se définit comme le rapport de son excédent brut d'exploitation (y compris le revenu mixte¹) à sa valeur ajoutée, tous deux exprimés à prix courants. L'excédent brut d'exploitation (abrégé EBE par la suite) se définit comme la différence entre la valeur ajoutée² et la rémunération des salariés³, diminuée du solde entre impôts et subventions sur la production. Ce taux de marge est aussi appelé "part des profits bruts dans la valeur ajoutée brute".

Dans les comparaisons internationales, on considère habituellement le taux de marge des sociétés non financières, qui est l'un des principaux indicateurs de référence des comptes sectoriels. Ces derniers ne sont pour le moment publiés qu'à une fréquence annuelle par le STATEC, les données trimestrielles présentées par la suite pour le Luxembourg sont préliminaires (elles font encore l'objet de procédures de validation, leur publication est prévue prochainement).

Évolution récente du taux de marge des sociétés non financières

Le taux de marge des sociétés non financières (abrégées SNF par la suite) est reproduit dans le graphique A pour le Luxembourg, la zone euro et une sélection de plusieurs États membres. Le niveau de ce taux de marge varie sensiblement selon les pays (relativement élevé en Italie ou en Belgique, relativement faible en France), du fait de différences en termes de structure du tissu économique. Plutôt que les différences de niveaux, c'est surtout l'évolution de ce taux de marge qui retient l'attention des analystes. Sur les années récentes, marquées par deux crises singulières (crise sanitaire puis crise énergétique), on peut noter que le taux de marge des SNF a évolué de manière très différente selon les États membres de la zone euro (cf. graphiques A et B). Il est intéressant de comparer cette évolution à la période d'avant-crise(s), pour laquelle on prend ici comme référence l'année 2018⁴.

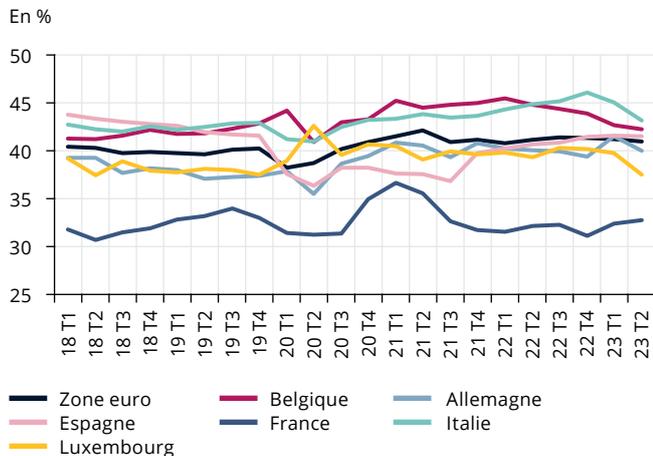
1 En comptabilité nationale, le revenu mixte correspond au solde du compte d'exploitation des entreprises individuelles. Il contient deux éléments indissociables: la rémunération du travail effectué par le propriétaire (et éventuellement les membres de sa famille) et son profit en tant qu'entrepreneur.

2 La valeur ajoutée reflète la valeur créée à travers le processus de production des biens et services, elle est mesurée par la différence entre la valeur de la production et celle de la consommation intermédiaire.

3 Y compris les cotisations effectives ou imputées à la charge des employeurs.

4 L'année 2019 est souvent considérée pour évoquer la période d'avant la crise sanitaire, mais celle-ci pose un problème dans le cas de la France, où le taux de marge a été significativement renforcé cette année-là par le basculement du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en baisses de cotisations salariales.

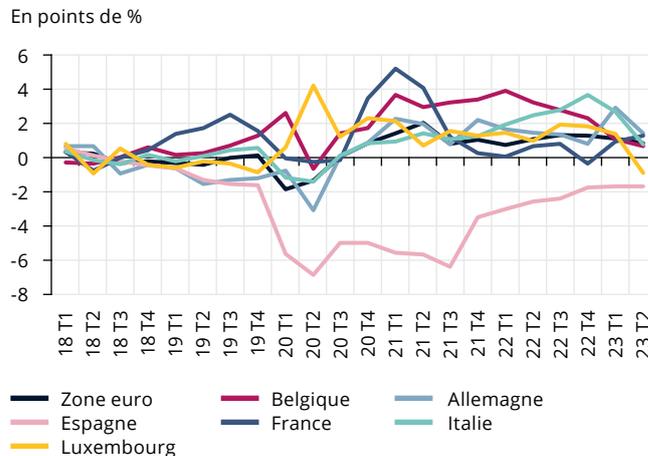
Graphique A
Taux de marge des sociétés non financières



Sources: Eurostat, STATEC (données préliminaires pour le Luxembourg) – données désaisonnalisées

Pour la plupart des pays de la zone euro, le taux de marge a diminué au début de la crise sanitaire et s'est inscrit en deçà de son niveau pré-crise sur l'ensemble de 2020. Il a ensuite nettement rebondi en 2021, puis s'est grosso modo stabilisé à un peu plus d'un point de % au-dessus de son niveau pré-crise en 2022, avant de légèrement refluer au début de 2023. Cette trajectoire moyenne relevée pour la zone euro résulte toutefois d'évolutions très différenciées entre États membres. L'Espagne en particulier se distingue par une baisse marquée et durable du taux de marge depuis 2020 (elle avait en fait déjà débuté en 2019, mais s'est nettement amplifiée par la suite). Il faut dire que si le PIB de la plupart des pays de la zone euro avait déjà renoué avec son niveau pré-crise dès le 2^e trimestre 2021, celui de l'Espagne ne l'a fait qu'un an plus tard. D'autres éléments singuliers peuvent être relevés, tels que la très forte remontée du taux de marge en France au croisement de 2020 et 2021, son niveau relativement important en Belgique sur 2021 et 2022, ou le fait qu'il demeure assez élevé en Allemagne au début de 2023 (malgré une évolution de l'activité bien plus défavorable qu'en zone euro).

Graphique B
Taux de marge des sociétés non financières – écart par rapport à 2018



Sources: Eurostat, STATEC (données préliminaires pour le Luxembourg) – données désaisonnalisées

Concernant le Luxembourg, le taux de marge est d'environ 1.5 point de % supérieur à celui de 2018 sur les années 2021 et 2022 (à comparer au +1.2 point de % enregistré en zone euro sur la même période). On peut également relever deux mouvements relativement atypiques: une forte hausse au 2^e trimestre 2020 (alors que pour de nombreux autres pays, on constate une baisse marquée qui coïncidait avec les fortes restrictions liées à la crise sanitaire⁵) et un recul de forte ampleur au 2^e trimestre 2023. Dans ces deux cas, la singularité provient principalement des services de transport, comme l'analyse par branche qui suit va le montrer.

5 Au niveau de la zone euro, le taux de marge avait certes progressé légèrement au 2^e trimestre 2020, mais principalement à cause d'une très forte augmentation pour l'Irlande dont les fluctuations du PIB, de la valeur ajoutée et de l'EBE étaient très importantes puisque très influencées par les transferts de revenus de sociétés multinationales (et à ce titre, assez déconnectées des fondamentaux de l'économie réelle).

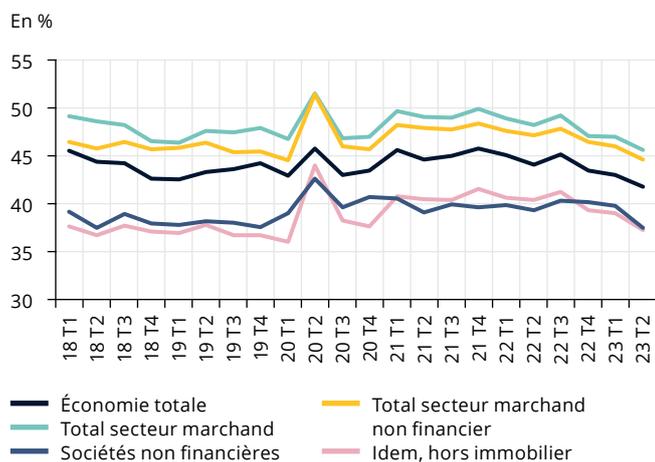
De l'analyse par secteur institutionnel à l'analyse par branche

Si le taux de marge des SNF constitue un indicateur phare des comptes sectoriels, il ne permet pas de différencier les différents types d'activité de ces sociétés. Le recours aux comptes nationaux sous l'optique production, qui offre un découpage de la valeur ajoutée et de l'EBE par branche, s'avère alors nécessaire.

En excluant certaines branches du total, à savoir celles à dominante non marchande, les activités financières, l'agriculture⁶ et les activités immobilières⁷, on obtient un indicateur du taux de marge qui se rapproche de celui des SNF (cf. graphique C).

La décomposition des contributions par branche à ce taux de marge (cf. graphique D⁸) montre l'influence majeure des services aux entreprises et du commerce sur l'évolution d'ensemble, pour les premiers surtout à cause de leurs poids dans la valeur ajoutée, pour le commerce surtout du fait de son taux de marge relativement élevé (les taux de marge et les pondérations respectives dans la valeur ajoutée de ces branches sont repris dans le graphique E).

Graphique C
Approximation du taux de marge des SNF avec les données par branche



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

6 Cette branche comprend essentiellement des revenus non salariaux.

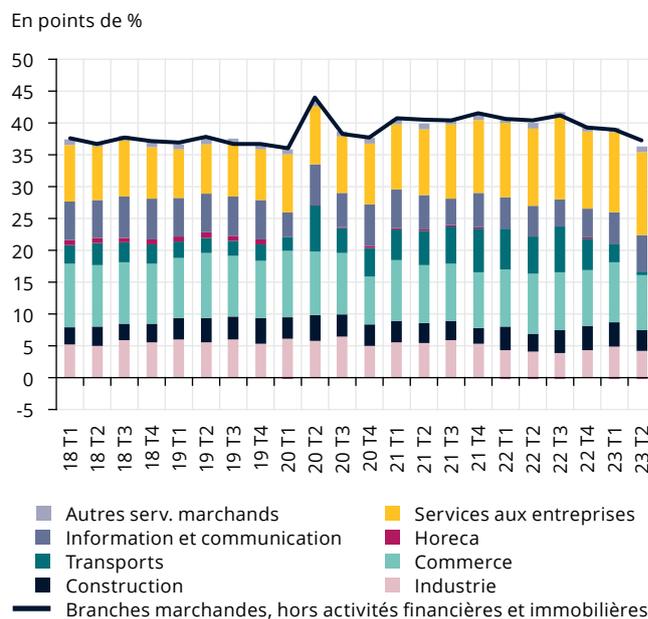
7 La valeur ajoutée des activités immobilières étant composée en grande partie de loyers imputés (i.e. de loyers fictifs recouvrant le service de location que se rendent à eux-mêmes les propriétaires de leur logement).

8 Les données étant désaisonnalisées, la somme des contributions ne correspond pas exactement au total (non-additivité).

Depuis la crise sanitaire, le taux de marge a été largement soutenu par celui des services aux entreprises. Les services de transport ont également vu leur taux de marge se redresser de manière impressionnante à partir de 2020⁹, une évolution à mettre en rapport avec la bonne tenue des résultats du transport aérien de marchandises (à la fois en termes de volumes et de prix). Sur le début de 2023, le taux de marge des transports diminue cependant sensiblement, notamment au 2^e trimestre où le versement de primes importantes vient gonfler la masse salariale (et par conséquent diminuer l'EBE).

Pour les services d'information et communication en revanche, la part des profits dans la valeur ajoutée a plutôt eu tendance à diminuer depuis 2021, mais le début de 2023 est marqué par un certain rebond. Pour l'industrie, le taux de marge s'est montré relativement stable de 2018 à 2021, mais l'année 2022 marque un tournant avec un taux de seulement 37% (soit environ 5 points de % de moins par rapport aux années précédentes, un écart qui demeure sur le début de 2023).

Graphique D
Contributions par branche au taux de marge (Luxembourg)



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

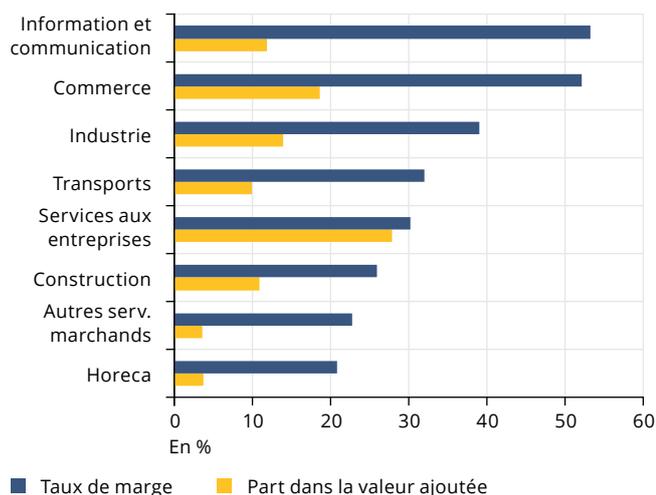
9 Celui-ci a évolué entre 40% et 50% de 2020 à 2022, alors qu'il était de seulement de l'ordre de 25% environ sur les années précédentes.

Il est probable que cet affaissement est lié aux conséquences de la crise énergétique. Des données plus détaillées montrent d'ailleurs que si le taux de marge a fortement chuté dans l'industrie manufacturière depuis 2022, celui des industries des domaines de la production et distribution d'énergie s'est par contre nettement renforcé.

Dans la construction, le taux de marge est demeuré relativement stable depuis 2015, oscillant entre 25 et 30% (il était plutôt proche de 20% au début de la décennie 2010). La situation conjoncturelle actuellement difficile pour cette branche – avec un repli de la valeur ajoutée en volume de 6% environ sur un an au 1^{er} semestre 2023 – ne semble pas impacter significativement le taux de marge pour le moment, qui note tout au plus une légère baisse sur la première moitié de 2023 (après avoir atteint un niveau relativement élevé sur la fin de 2022). Pour les entreprises de l'Horeca, la crise sanitaire – malgré les mesures de soutien – a très clairement impacté les marges, leur taux étant passé de quelque 20% (moyenne 2017-19) à seulement 6% en 2020, 10% en 2021 et même -1% en 2022 (cette dernière année est certainement bien plus affectée par la hausse des coûts de l'énergie). Cette branche n'a toutefois qu'une influence marginale sur l'évolution globale du taux de marge étant donné son faible poids dans la valeur ajoutée.

Graphique E

Taux de marge et part dans la valeur ajoutée par branche* (2018)



* Dans la valeur ajoutée des branches marchandes, hors activités financières et immobilières.
Source: STATEC

Attention aux révisions

Les constats posés ci-avant doivent s'accompagner de réserves importantes eu égard à la nature des données. Sur le fait notamment que pour les trimestres/années récent(e)s, les données des comptes nationaux – surtout pour ce qui concerne la valeur ajoutée (beaucoup moins pour ce qui concerne la masse salariale) et par conséquent l'EBE – sont partiellement basées sur des estimations et sont donc soumises à des révisions ultérieures¹⁰. Ces révisions peuvent être importantes, en particulier lorsque les données sont retraitées dans le cadre des campagnes annuelles des comptes.

À titre d'exemple, le taux de marge de l'industrie montrait pour l'année 2022 une hausse dans la version précédente des comptes (juin 2023), alors que dans la dernière version (septembre 2023, où les données annuelles ont été révisées) il s'affiche en baisse. Pour les services aux entreprises par contre, il montre maintenant une hausse en 2022, alors qu'il était stable (par rapport à 2021) dans la version précédente. Autre exemple, pour les services d'information et communication¹¹, le taux de marge montrait une forte baisse auparavant en 2021 et 2022, mais les données les plus récentes donnent une image pour le moins différente (cf. graphique F).

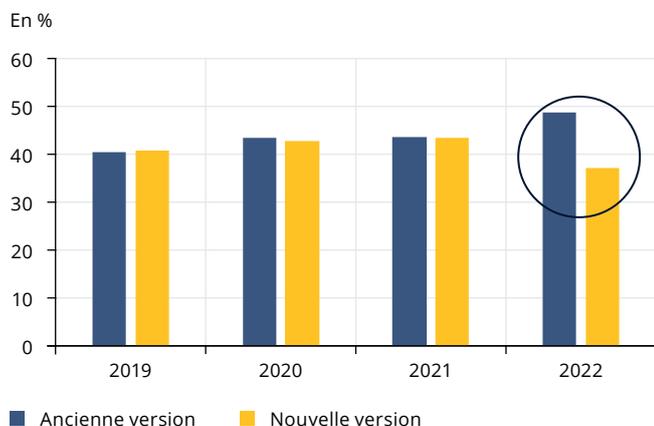
10 C'est aussi le cas pour les impôts et les subventions sur la production, à une moindre échelle.

11 C'est l'une des branches pour lesquelles les révisions de la valeur ajoutée ont été les plus importantes dans la dernière campagne annuelle des comptes nationaux.

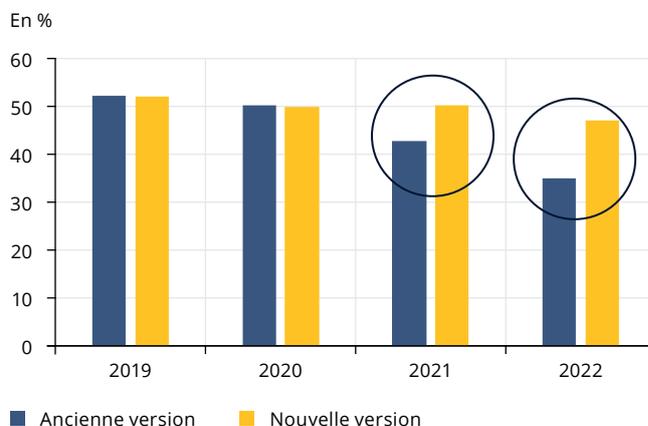
Graphique F

Exemples de révisions du taux de marge dans les comptes nationaux

Industrie



Information et communication



Ancienne version: comptes nationaux de juin 2023; nouvelle version: comptes nationaux de septembre 2023.

Source: STATEC

Décomposition du taux de marge

Le taux de marge des entreprises est influencé par différents facteurs. Dans une Note de conjoncture récente, l'Institut national de la statistique et des études économiques français (Insee) propose une décomposition de celui-ci basée sur les données de comptabilité nationale¹², que l'on peut répliquer pour le Luxembourg.

Pour cet exercice, le périmètre est plus large que vu précédemment puisqu'il concerne l'ensemble de l'économie, ce que l'Insee justifie de la manière suivante:

"Alors que le taux de marge est usuellement analysé sur le secteur institutionnel des sociétés non financières (SNF), le champ considéré dans cet éclairage est celui de l'ensemble de l'économie totale, tous secteurs institutionnels confondus. En effet, la décomposition du taux de marge présentée dans la suite nécessite de disposer de l'emploi et de la valeur ajoutée en volume sur le champ considéré: dans le cas des SNF, ces grandeurs n'étant pas publiées par les comptes nationaux, elles ne peuvent qu'être approchées, par exemple en se restreignant aux branches marchandes hors agriculture, services financiers et immobiliers. Si cette approximation fonctionne dans le cas de l'économie française, elle semble moins pertinente pour les autres pays, conduisant à un résidu comptable d'ampleur significative.

Le choix de se porter sur l'ensemble des branches d'activité permet d'éviter ce problème. Par ailleurs, le taux de marge de l'ensemble des branches d'activité montre des évolutions similaires à celui des SNF, suggérant que les conclusions tirées sur le premier champ restent probablement valides sur le second."

L'évolution du taux de marge (présentée ici avec les données annuelles de 2018 à 2022) peut ainsi s'analyser en distinguant les contributions du coût réel du travail (déflaté par le prix de consommation des ménages), de la productivité du travail, de la part de l'emploi salarié dans l'emploi total, du prix de la valeur ajoutée rapporté au prix de consommation des ménages¹³ (appelé aussi termes de l'échange intérieur) et enfin d'autres facteurs (incluant notamment les impôts nets des subventions sur la production). Les formules de calcul sont détaillées dans la publication citée en référence, les résultats obtenus sont montrés dans le graphique G.

Pour la plupart des pays analysés ici, dont le Luxembourg, la contribution de la productivité par tête présente un profil similaire en 2020 et 2021, avec une forte baisse suivie d'une nette remontée. Ceci s'explique par le maintien des effectifs durant la pandémie (notamment via les dispositifs de chômage partiel), alors que l'activité s'affaissait sous l'effet des mesures de restrictions à visée sanitaire.

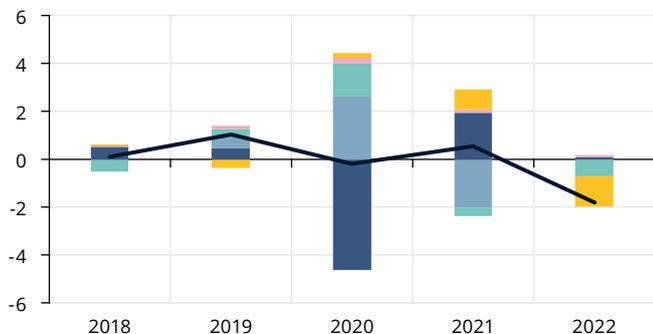
¹² Évolution comparée du taux de marge dans les principaux pays de la zone euro, Note de conjoncture, juin 2023, Insee: <https://www.insee.fr/fr/statistiques/fichier/7634653/ndc-juin-2023-taux-marge-international.pdf>

¹³ Il s'agit ici du déflateur implicite de la consommation des ménages (celui-ci peut diverger quelque peu de l'indice des prix à la consommation).

Graphique G

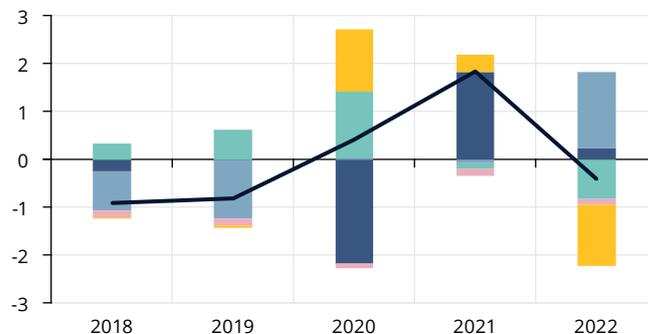
Décomposition de l'évolution du taux de marge de l'économie totale (variation annuelle en % et contributions en points de %)

France



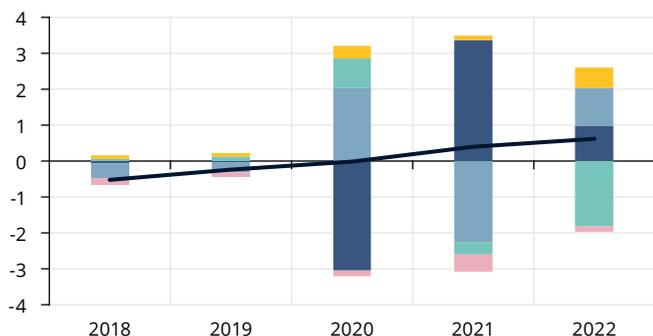
■ Productivité ■ Coût réel du travail
■ Termes de l'échange int. ■ Part de l'emploi salarié
■ Autres facteurs — Taux de marge (var. annuelle)

Allemagne



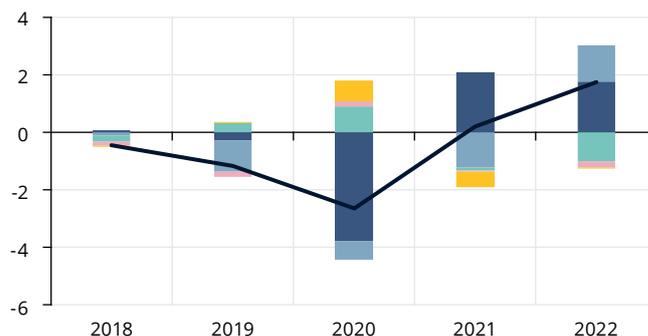
■ Productivité ■ Coût réel du travail
■ Termes de l'échange int. ■ Part de l'emploi salarié
■ Autres facteurs — Taux de marge (var. annuelle)

Italie



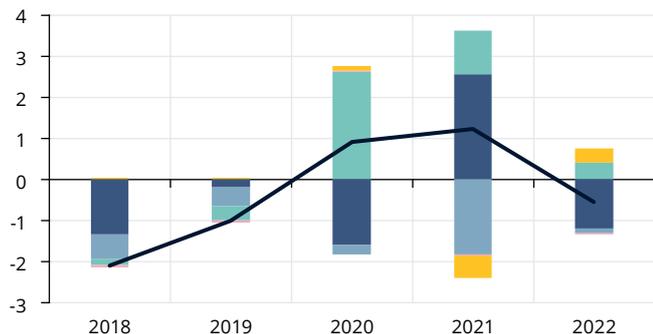
■ Productivité ■ Coût réel du travail
■ Termes de l'échange int. ■ Part de l'emploi salarié
■ Autres facteurs — Taux de marge (var. annuelle)

Espagne



■ Productivité ■ Coût réel du travail
■ Termes de l'échange int. ■ Part de l'emploi salarié
■ Autres facteurs — Taux de marge (var. annuelle)

Luxembourg



■ Productivité ■ Coût réel du travail
■ Termes de l'échange int. ■ Part de l'emploi salarié
■ Autres facteurs — Taux de marge (var. annuelle)

Sources: Eurostat, STATEC

On peut noter à ce propos une différence flagrante avec l'évolution de la productivité horaire¹⁴, qui avait eu tendance à augmenter sur cette période (notamment au 2^e trimestre 2020) pour la plupart des pays, signifiant que les personnes qui avaient pu continuer à travailler avaient alors généré relativement plus de valeur ajoutée¹⁵. Pour le Luxembourg, une différence significative sur les dernières années par rapport aux autres pays réside dans la contribution relativement plus négative des salaires réels au taux de marge. En d'autres termes, l'évolution des salaires y a davantage affecté celle des profits. Mais la différence la plus marquée concerne surtout les termes de l'échange intérieur, avec une contribution positive au Luxembourg sur chacune des années de 2020 à 2022 (et donc une hausse plus importante des prix de valeur ajoutée que des prix à la consommation); une analyse plus fine montre que ce sont surtout les branches des services aux entreprises, des transports et du commerce (mais pas le secteur financier, sauf en 2022) qui ont soutenu ce mouvement. Dans les autres pays, d'après l'analyse de l'Insee, les termes de l'échange intérieur ont été affectés en 2021 et 2022 par le renchérissement des matières premières (notamment énergétiques) qui ont entraîné des hausses plus fortes des prix à l'importation qu'à l'exportation (dégradation des termes de l'échange extérieur) et, par conséquent, des prix à la consommation que de ceux de valeur ajoutée. Pour l'année 2022, la baisse du taux de marge au Luxembourg résulte avant tout de celle de la productivité par tête. C'est du moins l'image qu'on en a pour le moment, sachant que les données sous-jacentes ont encore un caractère provisoire.

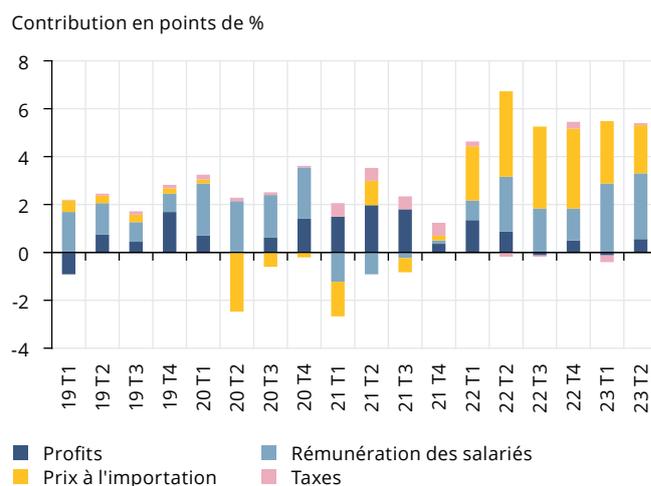
Les profits ont-ils contribué à la hausse de l'inflation?

La forte remontée de l'inflation en Europe depuis la fin 2021 a aussi donné lieu à plusieurs analyses visant à déterminer dans quelle mesure celle-ci pourrait être alimentée – outre l'impact évident de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières – par une augmentation des marges des entreprises (ce phénomène est souvent évoqué sous l'appellation "greedflation").

Pour tenter de répondre à cette question, il faut procéder à la décomposition d'un indicateur de prix issu des données de comptabilité nationale, généralement le déflateur implicite du PIB (c.-à-d. le prix du PIB) ou celui de la consommation finale. C'est le second qui est repris ici, en répliquant la décomposition effectuée par le FMI¹⁶ pour la zone euro aux données du Luxembourg. Les résultats obtenus sont reproduits dans le **graphique H**.

Cette décomposition met en évidence depuis 2022, et par rapport aux résultats obtenus pour la zone euro, une contribution bien plus forte des prix à l'importation que des profits à la hausse des prix de la consommation finale relevée au Luxembourg, mais aussi une contribution des salaires relativement plus importante que dans la zone euro (ce dernier constat vaut encore davantage pour le début de 2023).

Graphique H
Décomposition de l'inflation du déflateur de la consommation finale – Luxembourg



Sources: STATEC, OCDE

14 Exprimée comme le rapport entre la valeur ajoutée en volume et le nombre d'heures travaillées.

15 Ceci est lié en particulier au fait que les branches les plus affectées par les contraintes sanitaires comptaient parmi celles à faible intensité de valeur ajoutée.

16 Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages – IMF working paper 23/131, juin 2023: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpiea2023131-print-pdf.ashx>

Là encore, il faut encore rappeler le caractère provisoire de certaines données nécessaires à cette décomposition (en particulier concernant la valeur ajoutée et l'EBE). D'ailleurs, comparé aux résultats obtenus avant la révision annuelle des comptes nationaux (ceux-ci peuvent être retrouvés dans une réponse adressée à une question parlementaire en août dernier¹⁷), on peut noter des différences relativement importantes concernant la contribution des profits sur l'ensemble de l'année 2021 (qui apparaît plus importante maintenant). En outre, on peut émettre certaines réserves quant à la méthodologie employée par le FMI et en particulier au recours à certaines hypothèses, notamment concernant les parts étrangères de la valeur ajoutée des différentes branches de l'économie dans la consommation finale (basées sur des données de 2018 publiées par l'OCDE).

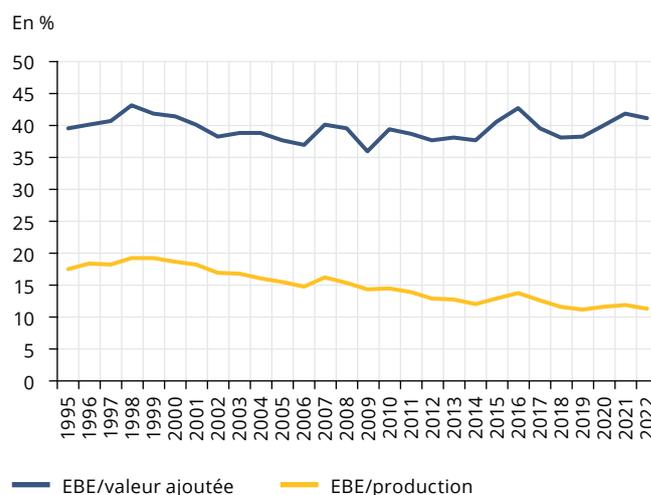
Il est également important de préciser qu'une hausse de la contribution des profits dans cette décomposition n'implique pas forcément une hausse de la rentabilité des entreprises. Ce point est mis en avant dans l'analyse du FMI mais aussi dans d'autres études, notamment celles publiées récemment par l'OCDE¹⁸, qui reprennent à ce propos une conclusion inspirée par les travaux de la Banque d'Italie¹⁹: "The decomposition of GDP inflation does not allow definitive conclusions to be drawn about firms' profit margins or changes in market power, which have been the focus of much of the debate about what has driven the rise in inflation. An increase in unit profits (profits per unit of value added) does not necessarily entail higher profit margins (profits as a proportion of sales) as the increase of input costs (including intermediate consumption) can result in profits per unit of value-added moving differently to profits on gross sales (Colonna et al., 2023). And an economy-wide increase in unit profits does not provide any information about how that increase is distributed across sectors or firms." Un exemple chiffré montrant la différence entre taux de profit et rentabilité se trouve dans un encadré à la fin de l'étude.

La Banque d'Italie met en avant le fait que pour beaucoup de pays européens, les comptes nationaux diffusés par Eurostat ne peuvent fournir de bonnes approximations des marges, du fait de l'absence de données concernant la production et la consommation intermédiaire. La valeur ajoutée est ainsi généralement prise en référence pour le calcul du taux de marge, avec l'hypothèse implicite que la part de la valeur ajoutée dans la production est constante. Cette hypothèse, dans le cas du Luxembourg, n'est pas vérifiée par les chiffres. Le ratio entre valeur ajoutée et production tend à y diminuer de manière structurelle (il est progressivement passé d'environ 45% sur la fin des années 90 et le début des années 2000 à un peu moins de 30% au début de la décennie en cours²⁰).

De ce fait, le taux de marge (EBE/valeur ajoutée) tel que défini initialement montre une certaine stabilité au cours des années, alors que le rapport entre EBE et production diminue tendanciellement (cf. graphique I).

Graphique I

EBE/valeur ajoutée vs. EBE/production – Luxembourg



Source: STATEC (comptes sectoriels – sociétés non financières)

17 <https://wdocs-pub.chd.lu/docs/exped/0142/033/284339.pdf>

18 <https://oecdecoscope.blog/2023/07/27/inflation-factors-how-returns-to-capital-and-labour-have-contributed-to-domestic-inflation-pressures/>

19 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2023-0770/QEF_770_23.pdf?language_id=1

20 Ces chiffres correspondent au périmètre des sociétés non financières (la tendance est cependant similaire si l'on considère l'économie totale).

Cette évolution en rappelle une autre, mise en avant dans un bulletin du STATEC de 2018²¹, à savoir celle de la déconnexion progressive de l'EBE par rapport au chiffre d'affaires et à la production. Le périmètre d'analyse y est différent puisque basé sur les statistiques structurelles sur les entreprises et non comme dans la présente étude sur celles de comptabilité nationale (ces dernières ont l'avantage d'être bien plus rapidement disponibles et elles sont de ce fait souvent utilisées dans le cadre des analyses conjoncturelles qui préfèrent s'attacher aux évolutions récentes). L'analyse montre que cette déconnexion concerne surtout l'industrie et les services non financiers, avec l'essor d'activités où les marges sont relativement faibles par rapport au chiffre d'affaires, avec l'assertion suivante: "Les statistiques miroitent le phénomène de la globalisation, qui se manifeste depuis la dernière décennie par une forte présence du négoce international, des services manufacturiers ainsi que des services aux entreprises (B2B)."

Conclusions principales

- Le taux de marge des sociétés non financières a relativement bien résisté au Luxembourg par rapport aux autres pays européens en 2020 (notamment au plus fort de la crise pandémique) et est demeuré supérieur à son niveau d'avant-crise jusqu'en 2022. Le début de 2023 est cependant marqué par une tendance à la baisse;
- Les données de comptabilité nationale, qui sont les plus à même de renseigner sur les tendances récentes, sont aussi sujettes à des révisions qui peuvent considérablement modifier le diagnostic, en particulier lorsque l'on rentre dans le détail des branches et pour les années ou trimestres récents;
- La décomposition de l'évolution du taux de marge montre que sur les années 2020 à 2022, l'évolution des salaires a davantage affecté les profits au Luxembourg que dans l'ensemble de la zone euro. Par contre, les termes de l'échange intérieur ont bien mieux soutenu les profits au Luxembourg, avec des prix de valeur ajoutée progressant plus rapidement que les prix à la consommation;
- Les profits des entreprises semblent avoir relativement peu soutenu l'inflation au Luxembourg depuis qu'elle s'est fortement accélérée à partir de la fin de 2021, contrairement aux prix à l'importation et à l'évolution des salaires.

²¹ Un faible taux d'EBE au Luxembourg, et donc?,
Bulletin du STATEC 3-2018:
<https://statistiques.public.lu/dam-assets/catalogue-publications/bulletin-Statec/2018/bulletin-3-18.pdf>

Différence entre profit et profitabilité, un exemple chiffré

La valeur ajoutée brute (VAB) correspond à la différence entre la production en valeur (PROD) et les consommations intermédiaires (CI). Elle représente la valeur créée lors de la production et se répartit entre le profit de l'entreprise (EBE), les salaires des employés (MSAL), et les impôts nets des subventions sur la production (InS) qui vont à l'État. Ainsi, le taux de marge (EBE/VAB) représente la part de la valeur ajoutée qui revient à l'entreprise.

Par contre, le taux de profitabilité de l'entreprise correspond à la part du profit de l'entreprise dans le montant obtenu par la vente de la production (EBE/PROD). Un concept très lié est celui du markup, qui indique de combien le prix de vente d'un bien excède le coût de sa production. Par exemple, si les coûts de production d'un bien sont de 1 EUR et que l'entreprise décide de le vendre à 1.20 EUR, alors elle applique un markup de 20%.

L'évolution du taux de marge ne permet pas de tirer des conclusions sur les deux autres indicateurs. Ainsi, une hausse du taux de marge ne signifie par exemple pas nécessairement que l'entreprise ait décidé d'augmenter son markup. Cela peut se comprendre plus facilement à l'aide d'un exemple fictif chiffré.

On suppose les valeurs initiales suivantes, et on fait l'hypothèse que toute la production est vendue:

PROD = 100; CI = 50; MSAL = 29; InS = 1

Ainsi, on obtient:

VAB = 50; EBE = 20; taux de marge (EBE/VAB) = 40%;
taux de profitabilité (EBE/PROD) = 20%; markup
(PROD/(CI+MSAL+InS)-1) = 25%

Dans un premier cas, on suppose que le coût des consommations intermédiaires augmente de 50 à 58, et que les quantités des inputs et outputs restent inchangées. Par ailleurs, on suppose que l'entreprise transmet cette hausse des coûts sur son prix de vente, et garde son taux de profitabilité constant. En conséquence, elle vend sa production pour une valeur totale de 110, et on obtient les valeurs suivantes:

PROD = 110; CI = 58; MSAL = 29; InS = 1 et donc
VAB = 52; EBE = 22; taux de marge = 42.3%;
taux de profitabilité = 20%; markup = 25%

Dans un deuxième cas, on suppose que les coûts des consommations intermédiaires ainsi que les salaires restent inchangés, mais que l'entreprise change son comportement et décide d'augmenter son markup de 25% à 27.5% (les quantités demandées et produites sont supposées inchangées). En conséquence, elle vend sa production pour un montant total de 102. On obtient les valeurs suivantes:

PROD = 102; CI = 50; MSAL = 29; InS = 1 et donc
VAB = 52; EBE = 22; taux de marge = 42.3%;
taux de profitabilité = 21.6%; markup = 27.5%

Dans les deux cas, le taux de marge de l'entreprise augmente de 40% à 42.3%. Cependant, dans le premier cas le taux de profitabilité et le markup restent inchangés, alors que dans le deuxième cas ils augmentent. Ainsi, il est difficile de déterminer l'origine exacte du changement du taux de marge. Il se peut que la source soit une hausse des coûts sans changement comportemental de l'entreprise, mais il est aussi possible que les prix changent suite à un changement dans la stratégie de fixation des prix de l'entreprise. Bien évidemment, d'autres configurations sont possibles, avec des variations de multiples variables à la fois et de magnitudes différentes. Pour plus de détails sur les possibles évolutions du taux de marge et les possibilités ou non d'en déterminer les sources, on peut se référer à l'article de la Banque d'Italie.

7.2

Le concept d'inflation instantanée, un outil supplémentaire pour déterminer les tendances récentes des prix à la consommation

Les mesures traditionnelles de l'inflation ne permettent pas d'appréhender facilement l'impact de la situation conjoncturelle et des mesures tripartites sur les prix à la consommation. Dans ce contexte, le concept d'inflation instantanée a récemment été proposé dans la littérature économique. Cette étude analyse dans quelle mesure ce nouvel indicateur de l'inflation pourrait faciliter l'analyse conjoncturelle des prix au Luxembourg.

Introduction

L'analyse conjoncturelle des prix à la consommation porte traditionnellement sur l'inflation annuelle et l'inflation mensuelle.¹

L'inflation annuelle mesure le taux de variation des prix sur un an d'écart: l'inflation de novembre 2023, par exemple, exprime la hausse (ou baisse) des prix par rapport à novembre 2022. Si cet indicateur de l'inflation a l'avantage de ne pas être biaisé par des effets saisonniers, il est néanmoins exposé à des effets de base. Par exemple, si un bien à prix constant connaît une augmentation exceptionnelle de 5% sur un mois donné et demeure constant ensuite, il aura un taux d'inflation annuel de 5% au cours des 11 mois suivant cette hausse. Autrement dit, les variations de l'inflation d'une année sur l'autre peuvent parfois en dire plus sur ce qui s'est passé il y a un an que sur ce qui se passe actuellement.

Afin de pallier les limites de l'inflation annuelle, les conjoncturistes suivent également l'inflation mensuelle. Celle-ci offre un aperçu de la dynamique de court terme des prix à la consommation, mais elle est affectée par des effets saisonniers pouvant tromper l'analyse conjoncturelle.² De ce fait, les taux d'inflation mensuels sont désaisonnalisés et ensuite annualisés afin de les rendre comparables en ordre de grandeur aux taux annuels.³ Cette mesure permet de mieux appréhender l'évolution récente des prix mais peut s'avérer trop volatile pour pouvoir dégager clairement la tendance des prix à la consommation. Cet inconvénient est particulièrement problématique dans le contexte économique actuel marqué par de fortes incertitudes géopolitiques affectant fortement les prix d'un mois à l'autre.

1 Le STATNEWS de l'indice des prix à la consommation au Luxembourg, mais aussi les communiqués d'Eurostat sur l'inflation en zone euro, présentent uniquement ces deux indicateurs sur l'évolution des prix.

2 Par exemple, l'inflation mensuelle est souvent faible pendant les mois de janvier et juin au Grand-Duché. Cela est dû, respectivement, aux soldes d'hiver et d'été plutôt qu'à un véritable changement de tendance des prix à la consommation.

3 Le taux mensuel annualisé, i_t^{am} , du taux d'inflation mensuel, i_t^m , s'écrit: $i_t^{am} = (1 + i_t^m)^{12} - 1$.

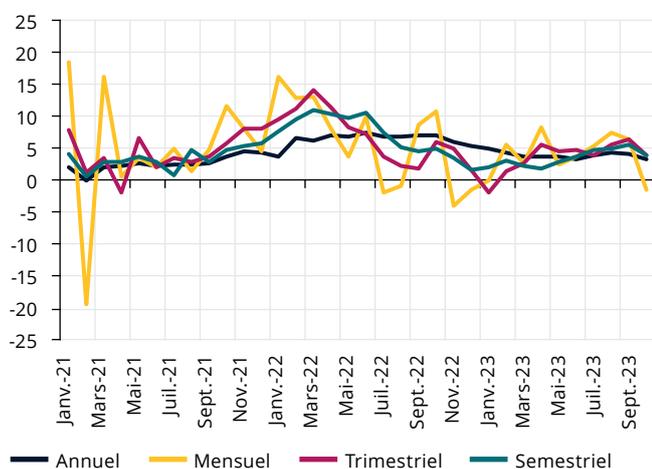
Des mesures (ou métriques) plus stables de l'inflation mensuelle existent, telles que les inflations trimestrielle et semestrielle (annualisées).⁴ Ces indicateurs pertinents de la tendance des prix à la consommation sont calculés à partir des moyennes simples des taux d'inflation mensuels, c.-à-d. que les mois à l'intérieur d'un même trimestre ou d'un semestre ont le même degré d'importance. L'inflation mensuelle d'un mois donné a un effet sur les taux d'inflation tant que ce mois fait partie du trimestre ou du semestre intégrant le calcul. Cette persistance crée un défi pour le conjoncturiste lorsqu'il essaie d'identifier l'impact sur les prix à la consommation d'un choc exogène.

En résumé, l'inflation annuelle intègre une information limitée sur la conjoncture récente, l'inflation mensuelle est trop volatile tandis que les inflations trimestrielle et semestrielle accentuent la persistance des chocs exogènes. Le bon décryptage de l'évolution des prix implique ainsi d'arbitrer correctement entre ces différents indicateurs (cf. graphique A). Cette étude analyse dans quelle mesure le nouveau concept d'"inflation instantanée" proposé pourrait contourner cet arbitrage et faciliter l'analyse conjoncturelle.

Graphique A

Taux d'inflation annuel, mensuel, trimestriel et semestriel au Luxembourg

Taux d'inflation, en %



Note: Les taux d'inflation mensuel, trimestriel et semestriel sont désaisonnalisés et annualisés.
Source: STATEC

L'inflation instantanée: une bonne mesure alternative?

Eeckhout (2023) introduit le concept d'inflation instantanée. Cette nouvelle mesure de l'évolution des prix consiste à créer un taux d'inflation annuel à partir des variations de prix mensuelles pondérées. Cela permet d'établir une mesure de l'inflation qui s'intéresse davantage à l'évolution plus récente des prix.⁵

Le calcul de l'inflation instantanée, i_t^k , s'établit de la façon suivante:

$$i_t^k = \prod_{\tau=0}^{11} (1 + i_{t-\tau}^m)^{12 \times k(\tau, \alpha)} - 1$$

Avec i_t^m le taux d'inflation mensuel désaisonnalisé et $k(\tau, \alpha)$ la fonction noyau polynomiale suivante:

$$k(\tau, \alpha) = \frac{(12 - \tau)^\alpha}{\sum_{\tau=0}^{11} (12 - \tau)^\alpha}, \forall \alpha \geq 0 \text{ et } \tau = \{0, 1, 2, \dots, 11\}$$

Où τ définit le nombre de mois précédant le dernier mois observé et α définit l'importance relative accordée aux mois plus récents par rapport aux plus anciens. Autrement dit, l'inflation instantanée correspond au produit des douze derniers mois d'inflation mensuelle. Le paramètre α définit l'importance de chaque mois entrant dans le calcul, c.-à-d. le mois actuel ($\tau = 0$) et les 11 mois précédents. L'inflation instantanée est ainsi facilement adaptable aux besoins de l'analyse conjoncturelle.

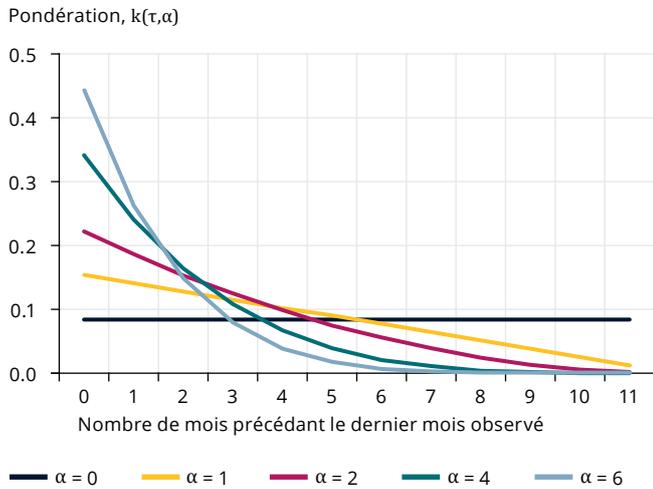
Plus α est élevé, plus on accorde de l'importance aux mois récents (cf. graphique B). Lorsque α est nul, tous les mois ont la même pondération. Dans ce cas, l'inflation instantanée correspond à l'inflation annuelle. Lorsque α est très élevé, le mois actuel reçoit une plus forte pondération et l'inflation instantanée tend vers l'inflation mensuelle désaisonnalisée (annualisée).

4 Cf. annexe à la fin de l'étude.

5 Voir https://www.janeeckhout.com/wp-content/uploads/Instantaneous_Inflation.pdf

Graphique B

Pondérations selon le paramètre α



Note: Par exemple, le calcul de l'inflation instantanée au mois de novembre 2023 avec un paramètre $\alpha = 2$ implique, selon la courbe rouge du graphique, une pondération de 0,22 au mois de novembre 2023 (mois 0), 0,19 au mois d'octobre 2023 (mois 1), 0,15 au mois de septembre 2023 (mois 2), 0,12 au mois d'août 2023 (mois 3), 0,10 au mois de juillet 2023 (mois 4), etc.
Source: STATEC

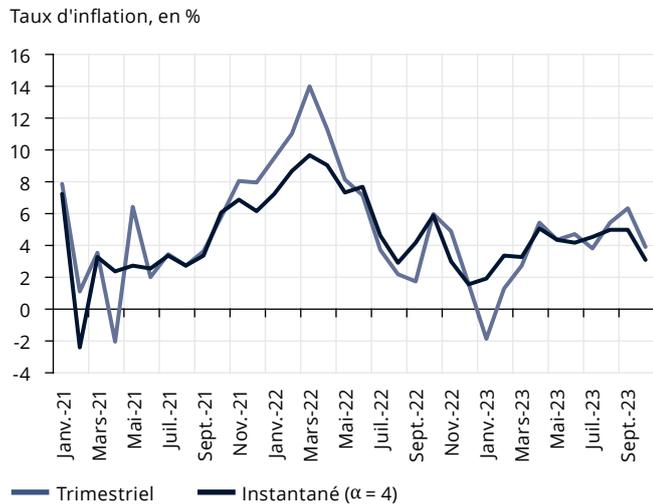
Au Luxembourg, l'indexation des salaires est déclenchée lorsque la moyenne semestrielle de l'indice (raccordé) des prix à la consommation dépasse une valeur seuil. Ainsi, un suivi de l'inflation en lien avec l'indexation peut être établi avec un paramètre $\alpha = 2$ qui accorde relativement plus d'importance au mois présent et les 5 mois précédents. Cela peut être complété d'une évolution plus récente des prix à partir de $\alpha = 4$ qui considère principalement le dernier trimestre observé.

Deux graphiques donnent un premier aperçu sur les différences entre l'inflation instantanée et les indicateurs plus traditionnels. Ainsi, en comparant les taux d'inflation trimestriel et semestriel à l'inflation instantanée avec respectivement $\alpha = 2$ et $\alpha = 4$, on trouve des tendances similaires (cf. graphique C). Cela n'est pas surprenant dans la mesure où l'inflation instantanée avec $\alpha = 2$ (ou $\alpha = 4$) accorde une partie prédominante de la pondération au semestre (ou trimestre) passé. Néanmoins, l'inflation instantanée, en raison de sa pondération, offre une mesure de l'inflation moins volatile que l'inflation trimestrielle (ou semestrielle) en période de forte instabilité des prix, comme au premier semestre 2022.

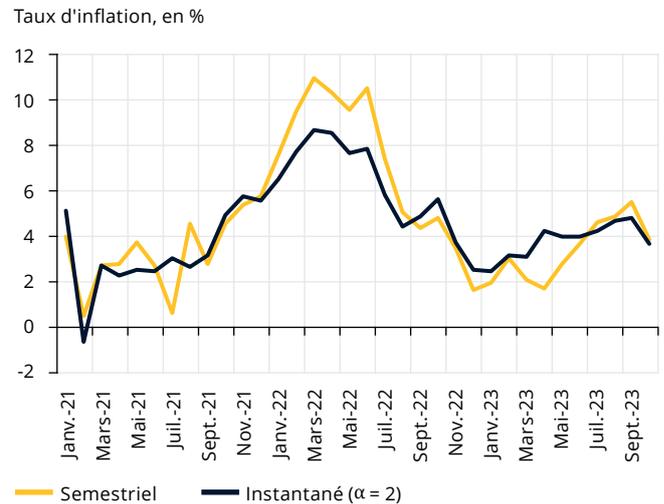
Graphique C

Inflation instantanée et mesures traditionnelles

Inflation trimestrielle et inflation instantanée ($\alpha = 4$)



Inflation semestrielle et inflation instantanée ($\alpha = 2$)



Source: STATEC

Un meilleur aperçu conjoncturel avec l'inflation instantanée?

Une analyse détaillée au niveau des différents agrégats composant l'IPCN (cf. graphique D) montre que l'inflation instantanée traduit plus facilement que les taux annuels les éléments conjoncturels impactant certains prix au Luxembourg.

Les mesures tripartites ont freiné les prix des produits énergétiques, notamment via des boucliers tarifaires et des subventions. L'inflation annuelle ne représente cette dynamique que partiellement. En effet, les prix en variation annuelle suivent une tendance décroissante de juin 2022 à juin 2023 qui résulte principalement des effets de base négatifs liés à la hausse des prix énergétiques entre la fin 2021 et le début 2022. L'inflation instantanée, en revanche, indique un net ralentissement du prix des produits énergétiques suite aux tripartites de mars et septembre 2022 avec une accélération ponctuelle en octobre 2022 reflétant l'ajustement du prix du gaz. Depuis avril 2023, les prix de l'énergie progressent à nouveau, reflétant la transmission de la hausse du prix du pétrole aux prix des carburants au Luxembourg.

Par ailleurs, le report de la 2^e indexation de 2022 à avril 2023 a ralenti la progression salariale au Grand-Duché, ce qui a freiné l'inflation des services. Cela a été accentué par la gratuité des cantines scolaires et des maisons relais depuis la rentrée scolaire 2022. Contrairement à l'inflation annuelle, l'inflation instantanée montre un fort ralentissement des prix des services entre avril et décembre 2022, suivi d'une accélération remarquable en début d'année 2023 suite aux indexations de février et avril. L'indexation de septembre 2023 semble quant à elle avoir eu un impact relativement faible sur les prix des services.

Pour les autres agrégats – alimentation, alcool et tabac et biens industriels non énergétiques – les deux indicateurs ne présentent pas de différences majeures en termes de tendance. Cela peut s'expliquer par le fait qu'ils ne sont pas directement affectés par les mesures tripartites, l'indexation des salaires ou la gratuité de certains services.⁶

De manière plus générale, l'inflation instantanée montre plus clairement comment les mesures publiques ont contribué au ralentissement des prix. L'inflation instantanée indique un ralentissement de l'IPCN dès le premier accord tripartite de 2022, alors que cet effet est caché dans l'inflation annuelle par des effets de base. En 2023, l'inflation annuelle connaît un léger rebond pendant l'été, alors que l'inflation instantanée illustre une accélération des prix dès le début d'année suite aux indexations de février et avril.

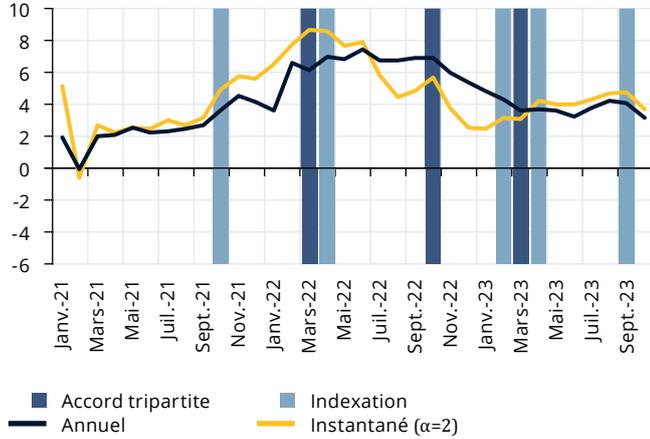
⁶ La baisse de la TVA en janvier 2023 n'a touché qu'une partie des biens industriels non énergétiques et son effet est ainsi peu visible dans l'analyse graphique (voir Regards n° 08 – 06/23, Baisse de la TVA en 2023, quel est l'effet sur l'inflation?).

Graphique D

Inflation annuelle et inflation instantanée, Luxembourg

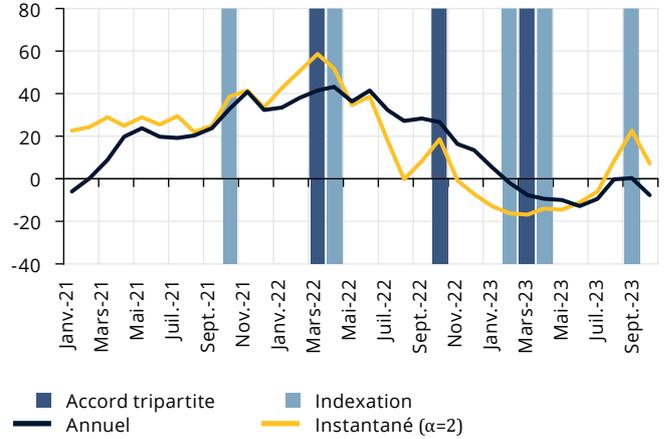
IPCN

Taux d'inflation, en %



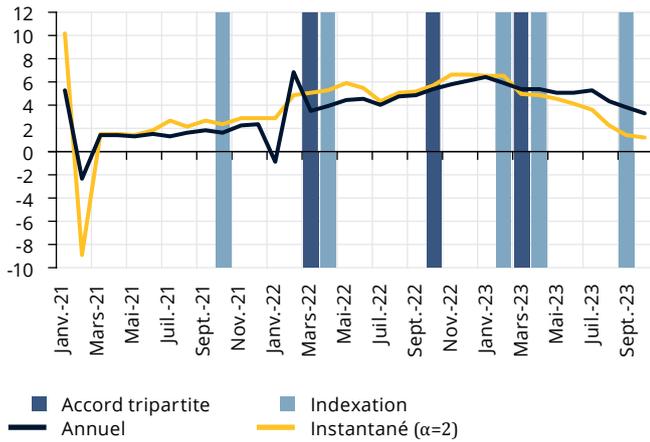
Énergie

Taux d'inflation, en %



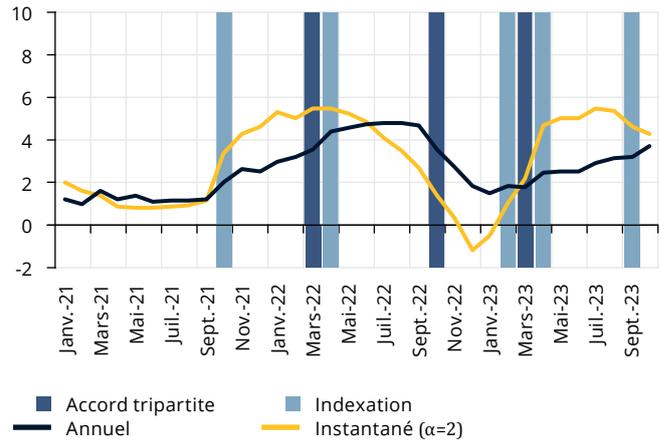
Biens industriels non énergétiques

Taux d'inflation, en %



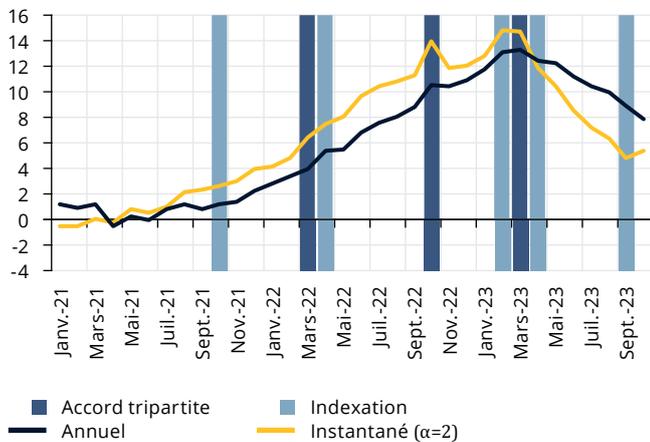
Services

Taux d'inflation, en %



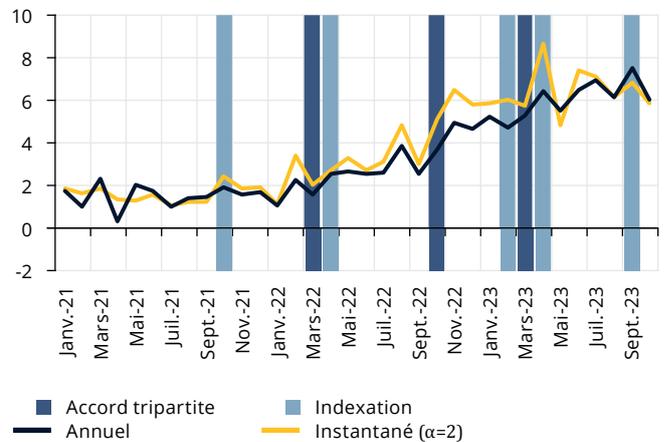
Alimentation

Taux d'inflation, en %



Alcool et tabac

Taux d'inflation, en %



Source: STATEC

Les services sont les principaux contributeurs de l'inflation instantanée au Luxembourg et en zone euro en 2023

Au Luxembourg, l'écart entre les taux d'inflation annuel et instantané s'est réduit en 2023 (cf. graphique D, IPCN). Cette convergence apparente cache, néanmoins, des différences au niveau des principaux contributeurs à ces deux mesures de l'inflation (cf. graphique E). Du côté de l'inflation instantanée, les services y ont la plus forte contribution depuis avril. L'alimentation (alcool et tabac inclus) et les biens industriels non énergétiques ont une contribution similaire qui est en décroissance. L'énergie contribue positivement à l'inflation instantanée depuis août, reflétant la hausse du prix du Brent. Du côté de l'inflation annuelle, l'alimentation (alcool et tabac inclus) est le principal contributeur à partir de mars 2023, avant d'être dépassée par les services seulement en août. La contribution des produits industriels non énergétiques demeure importante même si celle-ci diminue. Enfin, l'énergie contribue négativement à l'inflation annuelle depuis février 2023.

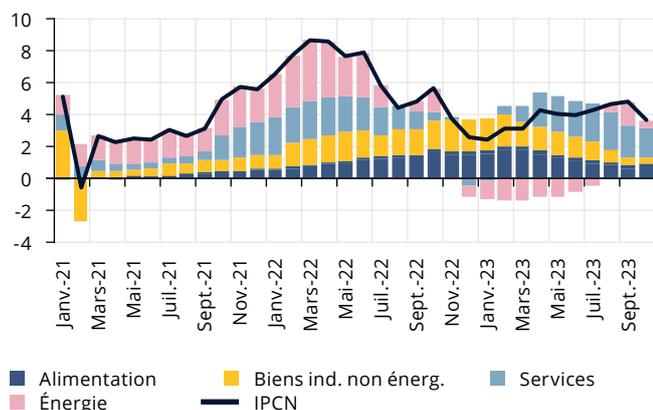
En zone euro, l'inflation instantanée est en 2023 principalement expliquée par les services et les biens industriels non énergétiques. L'alimentation (alcool et tabac inclus) a une contribution faible qui devient négative depuis l'été. L'énergie contribue négativement depuis janvier 2023. En ce qui concerne l'inflation annuelle, pendant la première moitié de 2023, l'alimentation apparaît comme principal contributeur, suivie des services et biens industriels non énergétiques. Depuis juillet, les services deviennent le premier contributeur suivis de l'alimentation et des biens industriels non énergétiques. L'énergie contribue négativement à l'inflation depuis mai.

Graphique E

Contributions à l'inflation instantanée et annuelle au Luxembourg

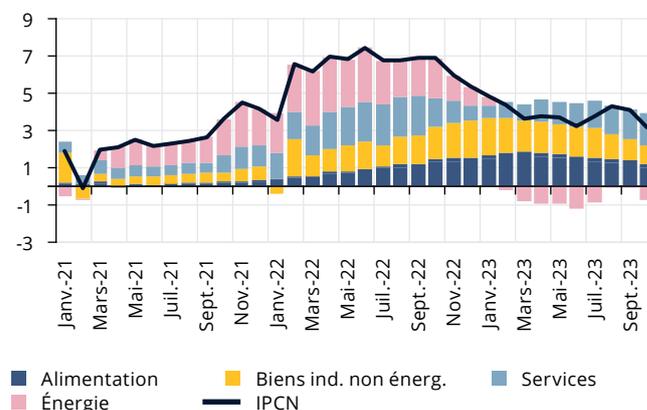
Instantanée ($\alpha = 2$)

Contribution à l'inflation instantanée, en points de %



Annuel

Contribution à l'inflation annuelle, en points de %



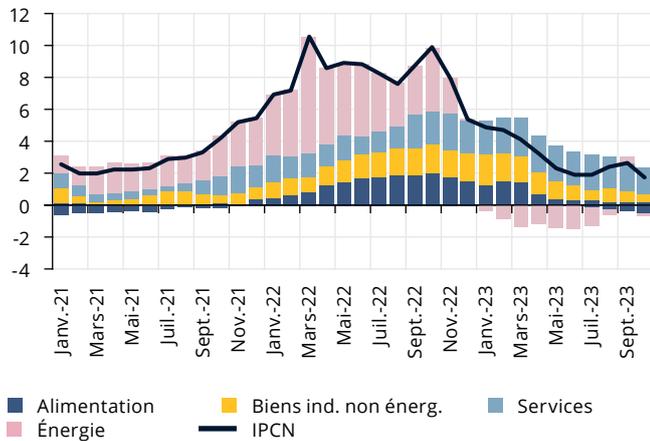
Source: STATEC

Graphique F

Contributions à l'inflation instantanée et annuelle en zone euro

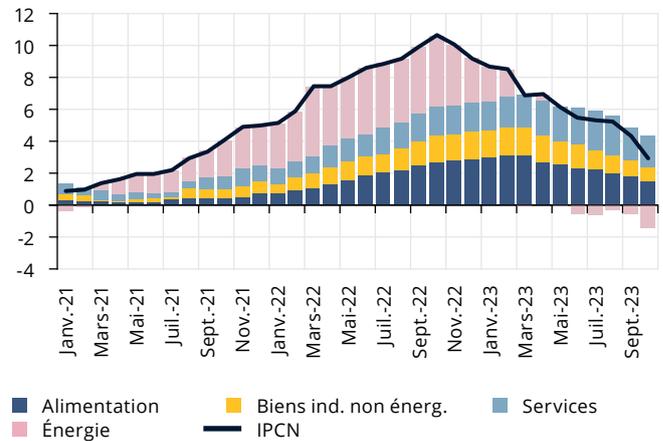
Instantanée ($\alpha = 2$)

Contribution à l'inflation instantanée, en points de %



Annuel

Contribution à l'inflation annuelle, en points de %



Source: STATEC

Conclusion

L'inflation instantanée correspond à la moyenne pondérée de l'inflation mensuelle des douze derniers mois. La pondération est flexible et permet d'attribuer plus d'importance à l'inflation récente. Ce nouvel indicateur de l'inflation est une alternative à des mesures plus traditionnelles utilisées dans l'analyse conjoncturelle. L'inflation instantanée traduit plus facilement que l'inflation annuelle les éléments conjoncturels impactant certains prix au Luxembourg, tels que l'indexation des salaires et les mesures tripartites.

L'inflation instantanée met en évidence la forte relation positive entre le prix des services et l'indexation des salaires au Luxembourg. Depuis le début de l'année, les services sont en nette accélération, poussés par les indexations de février et avril. Cette dynamique est moins remarquable dans l'inflation annuelle en raison des effets de base négatifs qui cachent l'impact des indexations sur le prix des services.

Par ailleurs, l'inflation instantanée appréhende mieux les développements récents sur les prix de l'énergie, tels que la hausse du prix du pétrole. Ainsi, le taux d'inflation instantanée de l'énergie montre une accélération depuis le 2^e trimestre 2023. L'inflation annuelle en revanche tient compte de ces développements de façon limitée: l'énergie connaît une légère progression vers l'été 2023, mais affiche toujours des taux annuels négatifs.

Annexe

Calcul des différents taux d'inflation

(1) Taux d'inflation mensuel, i_t^m :

$$i_t^m = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}} \Rightarrow i_t^m + 1 = \frac{p_t}{p_{t-1}}$$

(2) Taux d'inflation annuel, i_t^a :

$$i_t^a = \frac{p_t}{p_{t-12}} - 1$$

$$i_t^a = \frac{p_t}{p_{t-1}} \times \frac{p_{t-1}}{p_{t-2}} \times \dots \times \frac{p_{t-11}}{p_{t-12}} - 1$$

$$i_t^a = (1 + i_t^m) \times (1 + i_{t-1}^m) \times \dots \times (1 + i_{t-11}^m) - 1$$

$$i_t^a = \prod_{\tau=0}^{11} (1 + i_{t-\tau}^m) - 1$$

(3) Taux d'inflation mensuel annualisé, i_t^{am} :

$$i_t^{am} = (1 + i_t^m)^{12} - 1$$

$$1 + i_t^m = (1 + i_t^{am})^{\frac{1}{12}}$$

On remplace (3) dans le taux d'inflation annuel (2):

$$i_t^a = \prod_{\tau=0}^{11} (1 + i_{t-\tau}^{am}) - 1$$

$$i_t^a = \prod_{\tau=0}^{11} (1 + i_{t-\tau}^{am})^{\frac{1}{12}} - 1$$

(4) Le taux d'inflation trimestriel annualisé, i_t^{a3m} :

$$i_t^{a3m} = \left[1 + \left(\frac{(1 + i_t^m)^{\frac{1}{3}} \times (1 + i_{t-1}^m)^{\frac{1}{3}} \times (1 + i_{t-2}^m)^{\frac{1}{3}} - 1}{\text{taux trimestriel moyen}} \right) \right]^{12} - 1$$

(5) Le taux d'inflation semestriel annualisé, i_t^{a6m} :

$$i_t^{a6m} = \left[1 + \left(\frac{(1 + i_t^m)^{\frac{1}{6}} \times (1 + i_{t-1}^m)^{\frac{1}{6}} \times \dots \times (1 + i_{t-5}^m)^{\frac{1}{6}} - 1}{\text{taux semestriel moyen}} \right) \right]^{12} - 1$$

LISTE DES ÉTUDES PUBLIÉES DANS LES DERNIÈRES NOTES DE CONJONCTURE

NDC 01-2023	Juin 2023
Un retournement de tendance dans l'immobilier qui vient impacter l'activité de la construction	Page 82
Prévisions du prix du gaz et de l'électricité au Luxembourg	95
Scénarios de décarbonation de l'économie luxembourgeoise	103
NDC 02-2022	Décembre 2022
Impact économique d'un arrêt des livraisons de gaz naturel russe pour le Luxembourg	72
Impacts de la remontée des taux d'intérêt sur les banques au Luxembourg	82
Gains et pertes de pouvoir d'achat des ménages dans le contexte de la crise énergétique	92
NDC 01-2022	Juin 2022
Qualité de prévision des prélèvements publics	68
Impact de la hausse des prix et des mesures de soutien sur le pouvoir d'achat des ménages	80
NDC 02-2021	Décembre 2021
Impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises au Luxembourg	64
L'accord mondial de réforme de la fiscalité et ses impacts potentiels pour le Luxembourg	75
Principaux éléments liés à la grande révision des comptes nationaux annuels	86
NDC 01-2021	Juin 2021
Bilan des aides accordées dans le cadre de la crise pandémique	70
Vers une progression moins forte des prix du logement?	81
Un recours accru aux indicateurs à haute fréquence pour suivre l'activité	94
NDC 02-2020	Décembre 2020
Un premier bilan croisé de la crise selon les branches d'activité	58
Après la chute, quel potentiel de rebond pour la consommation des ménages?	64
Risques limités pour le secteur financier luxembourgeois	73
Forecast revisions: what to expect for 2021?	85
Évaluation de l'impact de la taxe CO ₂	88
NDC 01-2020	Juin 2020
Impact de la crise Covid-19 sur l'activité économique au Luxembourg	52
Chômage partiel de masse et congé pour raisons familiales: une opération à coeur ouvert de l'économie	59
Risque de propagation de la crise Covid-19 du secteur réel au secteur financier	72
Émissions de gaz à effet de serre: une bouffée d'air frais qui ne perdurera pas	82
NDC 02-2019	Novembre 2019
Montée des tensions commerciales: quelles retombées au Luxembourg?	44
Performance des banques selon leur type d'activité	49
Potential growth for Luxembourg: review of alternative methods	59
Forecast revisions: what to expect for 2020?	68
NDC 01-2019	Juin 2019
Indicateurs précurseurs pour l'emploi au Luxembourg	50
Évaluation macroéconomique des principales mesures de politique économique et budgétaire	58
À la recherche du consensus entre prévisions mensuelles, trimestrielles et annuelles	60
Analyse structurelle "shift-share" de la productivité horaire apparente du travail du Luxembourg en comparaison internationale	70

NDC 02-2018	Décembre 2018
Mieux prévoir la consommation intermédiaire et l'investissement publics grâce à une approche par fonction	Page 46
Pertinence des enquêtes qualitatives pour anticiper les évolutions dans le secteur financier	53
Pourquoi le taux d'investissement du Luxembourg est-il si faible par rapport à ses pays voisins?	60
Improving year-ahead forecasts using panel regression	71
Les dessous de la baisse du taux d'emploi au Luxembourg	76
Risques macroéconomiques liés aux différends commerciaux	85
NDC 01-2018	Juin 2018
À la recherche de la productivité perdue	50
Pourquoi la valeur ajoutée du secteur financier ne repart-elle pas à la hausse?	55
Différents indicateurs pour passer au crible le ralentissement actuel de l'inflation sous-jacente	64
D'où provient le ralentissement de l'emploi public sur les dernières années?	69
NDC 02-2017	Décembre 2017
La crise a favorisé de l'augmentation du chômage, mais aussi du sous-emploi	54
La marge d'intérêts des banques au Luxembourg dans un contexte de taux faibles	60
Mieux capter les effets du cycle économique dans les prévisions d'inflation	67
Modélisation des recettes fiscales : la taxe d'abonnement	72
NDC 01-2017	Mai 2017
Une consommation des ménages encore timide	43
Des exportations de services non financiers en nette progression	49
Impact de l'indexation sur l'inflation sous-jacente	51
Projections à moyen terme 2017-2021	56
Impact de la réforme fiscale en faveur des entreprises	59
Uncertainty and forecast errors	66
NDC 02-2016	Novembre 2016
An evaluation of STATEC's forecasting performance	62
Le processus de Brexit et l'estimation de son impact	71
Prévisions d'inflation: vers une meilleure cohérence entre court et moyen termes	80
Qualité des prévisions mensuelles d'inflation	84
Un accélérateur financier pour Modux	87
NDC 01-2016	Mai 2016
Prévisions d'inflation: que révèlent les anticipations?	66
Transmission des prix des matières premières alimentaires aux prix à la consommation	69
Incidences directes et indirectes de la rechute du prix du pétrole sur l'inflation	72
Income gains for households, corporations and government through falling oil prices	74
Impact des flux de demandeurs de protection internationale sur les principaux agrégats macroéconomiques	82
Secteur financier luxembourgeois: la résilience dans la mutation	87
Fluctuations boursières et performance économique	93
Impact de la réforme fiscale en faveur des ménages	96
NDC 02-2015	Novembre 2015
Les économies émergentes dans une période de troubles: est-ce inquiétant pour le Luxembourg?	14
Relèvement de la TVA: un effet perturbateur sur la dynamique des indicateurs de court terme	28
Des investissements qui manquent encore de ressort	32
Prix des matières premières métalliques et énergétiques: pourquoi ont-ils encore plongé?	41
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation - mise à jour	47
Scénario alternatif: un ralentissement plus sévère qu'anticipé en Chine	89
NDC 01-2015	Juin 2015
Transmission du prix du pétrole aux prix à la consommation énergétique	31
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation	33
Les effets potentiels de l'indexation et du salaire social minimum sur l'inflation au Luxembourg	35
Les soparfis - locomotive de l'emploi du secteur financier	50
Moins de créations d'emplois dans le secteur public	52
TIC et logistique: un impact mitigé en termes d'emploi	54
Une évaluation des mesures du "Zukunftspak" à l'aide des modèles du STATEC	86
Impact d'un choc de croissance favorable dans la zone euro	94
NDC 02-2014	Novembre 2014
Impact des révisions des comptes nationaux et de la balance des paiements	16
La Garantie pour la Jeunesse et son impact potentiel sur le chômage	68
On the relationship between unemployment and employment in Luxembourg	70

NDC 01-2014	Mai 2014
La perception de l'évolution de prix à la consommation par les ménages	Page 53
Une tendance désinflationniste confirmée par différents indicateurs d'inflation sous-jacente	55
Réductions d'effectifs dans le secteur bancaire: un impact à la hausse sur le coût salarial	62
Une relation modifiée entre chômage et emploi?	92
Potential growth for Luxembourg : recent evolutions and projections until 2018 according to different sources	115
Impact de la disparition de la TVA issue du commerce électronique	136
Impact de la hausse de la TVA	138
NDC 02-2013	Octobre 2013
L'emploi intérimaire: un indicateur précurseur pour le marché du travail au Luxembourg?	71
Un indicateur de tensions sur le marché du travail pour le Luxembourg	83
Marché du travail: une précarisation accrue avec la crise?	84
Impact de l'introduction de l'échange automatique pour les paiements d'intérêts au sein de l'UE	118
NDC 03-2012	Novembre 2012
Évolution conjoncturelle des heures payées	56
Mesures budgétaires, activité économique et solde des finances publiques: petit précis de multiplicateurs keynésiens	95
NDC 02-2012	Juillet 2012
Modification des données sur le marché du travail luxembourgeois: définitions, explications, impacts	69
Analyse comparative de la productivité (Luxembourg, zone euro) depuis le début de la crise	91
NDC 01-2012	Avril 2012
Nouvelle gouvernance économique pour l'Union européenne	10
Analyse des différentes versions successives des prévisions élaborées dans le cadre du semestre européen	37
NDC 03-2011	Décembre 2011
Les révisions des comptes nationaux annuels publiés à l'automne 2011	19
Analyse rétrospective sur les révisions du PIB nominal	22
Réorientation des exportations de services vers les marchés à forte croissance: une réalité pour le Luxembourg?	24
Cyclicité des mesures pour l'emploi	85
Le chômage au Luxembourg prend un caractère de plus en plus structurel	90
Effets de la population des travailleurs handicapés et/ou à capacité de travail réduite sur la structure du chômage ADEM	94
Un scénario alternatif basé sur une aggravation substantielle de la crise financière	116
Quelle est la portée pour l'économie luxembourgeoise de la baisse des indices boursiers observée depuis le printemps 2011?	118
NDC 02-2011	Juillet 2011
L'écart inflationniste entre le Luxembourg et les pays frontaliers	49
Transmission des prix du pétrole aux prix à la consommation	52
Taux d'inflation par catégorie de ménage	58
Impact macro-économique de la modulation du mécanisme de l'indexation automatique des salaires en 2011	106
Impact macro-économique de la baisse de 10% de l'indice boursier européen Eurostoxx	111
NDC 01-2011	Mai 2011
Comparaison des taux de croissance potentiels et des écarts de production pour le Luxembourg	29
Modulations de l'indexation automatique et inflation	51
Les équations liant le PIB de la zone euro et les variables de demande étrangère dans Modux	63
NDC 02-2010	Novembre 2010
Le Luxembourg dans la crise: retour sur 2008 et 2009	15
Utilité de l'enquête d'opinion du secteur de la construction pour l'analyse conjoncturelle	28
Impact observé de la tranche indiciaire sur le prix de certains services	49
Impact de la conjoncture sur les recettes fiscales	86
NDC 01-2010	Juin 2010
Analyse statistique des révisions du PIB trimestriel du Luxembourg	14
Évolution des parts de marché à l'exportation du Luxembourg entre 2002 et 2009	56
Les entreprises actives dans le domaine informatique et celui de l'information peu touchées par la crise	61
Crise financière et interventions gouvernementales	90
Impact de la rétention importante de main-d'œuvre sur les perspectives à court terme du marché du travail	115
Prise en compte du modèle d'indicateurs précurseurs du STATEC pour l'établissement de la prévision du PIB	130

NDC 02-2009	Novembre 2009
Relation entre les enquêtes conjoncturelles et les enquêtes d'activité: une application sur la production industrielle luxembourgeoise	Page 19
Recours massif au chômage partiel en 2009	64
Effet des mesures pour l'emploi sur le taux de chômage	72
NDC 01-2009	Mai 2009
Indicateurs avancés: que suggèrent-ils pour l'évolution du PIB à court terme	8
Évolution récente de l'activité de crédit	69
Les profils des travailleurs frontaliers et résidents	112
NDC 02-2008	Novembre 2008
L'ampleur de la crise économique actuelle comparée à la période de ralentissement 2001-2003	17
Les prix des matières premières en recul	49
L'impact mécanique de l'indexation automatique sur l'évolution des salaires	56
Opérations de sauvetage dans le secteur financier	74
Conséquences macroéconomiques suite à l'introduction du "statut unique"	86
NDC 01-2008	Juin 2008
La faible diversification de l'économie luxembourgeoise est-elle un facteur de risque?	50
Comparaison européenne de l'inflation sur les dix dernières années	75
Écarts entre prévisions et réalisations effectives des soldes publics pour les années 2005-2007	125
NDC 03-2007	Mars 2008
Évolution récente du pouvoir d'achat au Luxembourg	39
L'impact du secteur financier sur le reste de l'économie	70
NDC 02-2007	Octobre 2007
La hausse des taux se répercute sur le coût des crédits immobiliers	23
Productivité du travail dans les branches: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	35
Influence de la structure de consommation sur l'inflation	47
NDC 01-2007	Mai 2007
Dynamique du cycle des affaires au travers des branches: l'influence du secteur financier	62
Implications de la réémergence de la Chine sur l'économie mondiale et sur celle du Luxembourg	72
Modulation du système de l'échelle mobile des salaires	84
D'une analyse des stocks de salariés vers une analyse des flux de main-d'œuvre	108
Le passage du budget institutionnel au déficit/surplus de l'administration centrale	134
NDC 03-2006	Février 2007
Volatilité et croissance: une approche comparative par pays	69
Évolution de la durée de travail au Luxembourg	77
NDC 02-2006	Octobre 2006
Prise en compte des grandes orientations de politique économique et budgétaire pour l'établissement des prévisions	20
2000-2005: retour sur 5 années d'inflation	44
Enregistrement dans les comptes économiques des opérations d'échange d'actions Arcelor-Mittal	68
NDC 01-2006	Mai 2006
Révision des comptes nationaux luxembourgeois - description et impact	16
Impact des mesures annoncées par le gouvernement	24
Impact sur l'économie luxembourgeoise d'un choc sur les prix pétroliers	31
Pétrole cher et biocarburants	93
Hausse du chômage: effets structurels	122
NDC 03-2005	Février 2006
Évolution des tarifs publics	39
La problématique des emplois "fictifs"	50
NDC 02-2005	Octobre 2005
Perception du chômage et confiance des consommateurs	22
Inflation au Luxembourg: comparaison détaillée avec la zone euro (1996-2004)	39
Inflation et cycle économique: comparaison Luxembourg/zone euro	42
NDC 01-2005	Mai 2005
La libéralisation des services en Europe	35
NDC 03-2004	Février 2005
Prix du pétrole et prix des carburants	34
Inflation: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	50
Évolution contrastée des principales composantes de l'indicateur synthétique de compétitivité	58

NDC 02-2004	Octobre 2004
Les nouveaux États membres	Page 11
Croissance et chômage: que dit la loi d'Okun pour le Luxembourg?	26
Les ventes de cigarettes au Luxembourg	38
Indices boursiers et croissance économique	48
Nouvelle loi sur la concurrence et libéralisation des prix	56
Les grands pays émergents – défis et opportunités à moyen terme	62
Influence de la saisonnalité du travail intérimaire sur l'emploi et le chômage	70
NDC 04-2003	Janvier 2004
Enquête de conjoncture dans l'industrie: tendance de la production et carnets de commandes	16
Confiance des consommateurs: une relation étroite entre chômage et situation économique	22
NDC 03-2003	Octobre 2003
Utilité des indicateurs conjoncturels internationaux pour la prévision économique au Luxembourg	9
Seuils de création d'emplois et taux de chômage	56
NDC 02-2003	Juin 2003
Les risques potentiels de déflation	10
NDC 01-2003	Avril 2003
La baisse récente des exportations de la zone euro liée à l'appréciation de l'euro?	5
Les produits luxembourgeois concernés par la future directive sur les revenus de l'épargne	106
NDC 04-2002	Janvier 2003
Le Luxembourg en récession?	13
L'apport des enquêtes d'opinion à l'analyse de l'évolution de l'activité dans l'industrie	17
Taux de chômage et emploi frontalier	44
NDC 03-2002	Octobre 2002
De nouvelles orientations dans le domaine de la politique de logement	16
NDC 03-2001	Octobre 2001
Analyse de la productivité multifactorielle du secteur marchand non bancaire luxembourgeois	33
Un NAIRU pour le Luxembourg?	43
NDC 02-2001	Juillet 2001
Le PIB potentiel du Luxembourg	9
NDC 01-2001	Avril 2001
Points de retournement de la conjoncture	12



STATEC

Institut national de la statistique
et des études économiques

www.statec.lu