



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



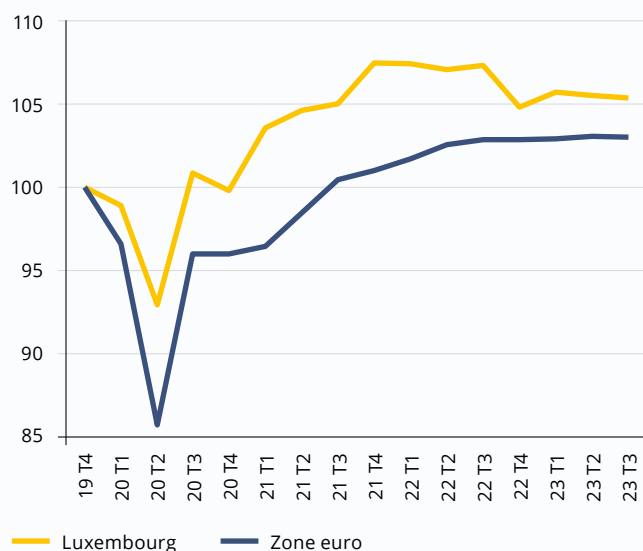
L'activité économique tend à stagner au Luxembourg depuis le début de 2023 et s'inscrit en baisse par rapport à l'année passée. Les mauvais résultats du secteur financier en termes de volume (ceux exprimés en valeur sont meilleurs) expliquent en partie cette perte de dynamique, mais les services non 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

PIB à prix constants, indices 2019 T4 = 100

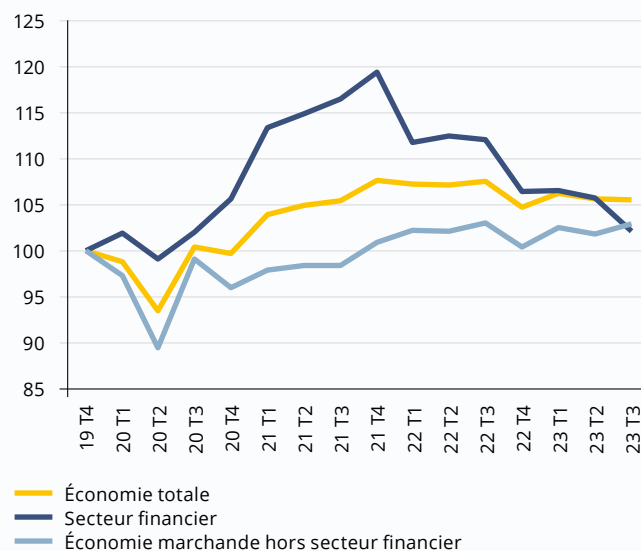


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.2

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

Valeur ajoutée en volume, indices 2019 T4 = 100



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

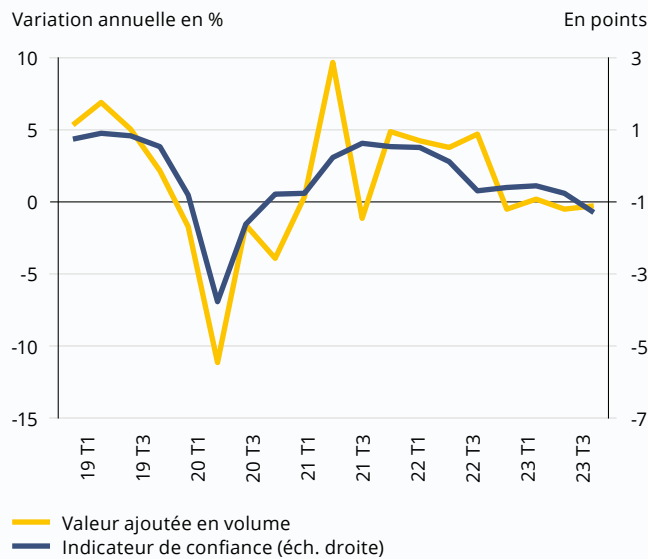
Après une forte baisse au 4^e trimestre 2022, le PIB en volume du Luxembourg s'est plus ou moins stabilisé sur les 3 premiers trimestres de 2023. Au 3^e trimestre, il enregistre un léger recul (-0.1% sur un trimestre), portant l'acquis de croissance – en l'occurrence il faudrait plutôt parler d'"acquis 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

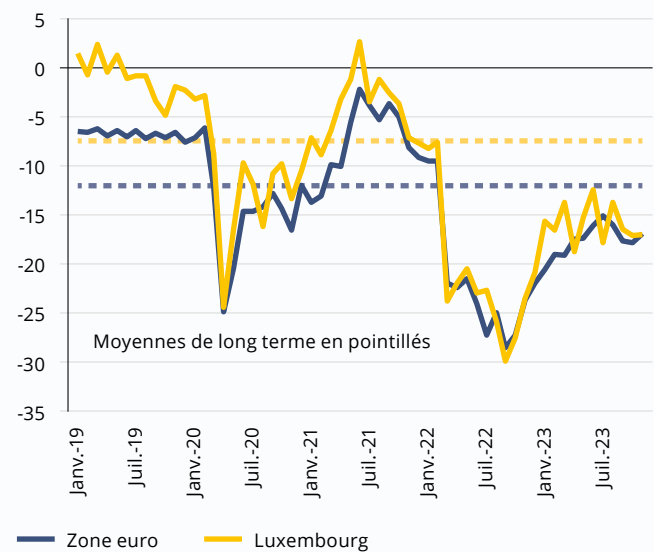


Source: STATEC

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).

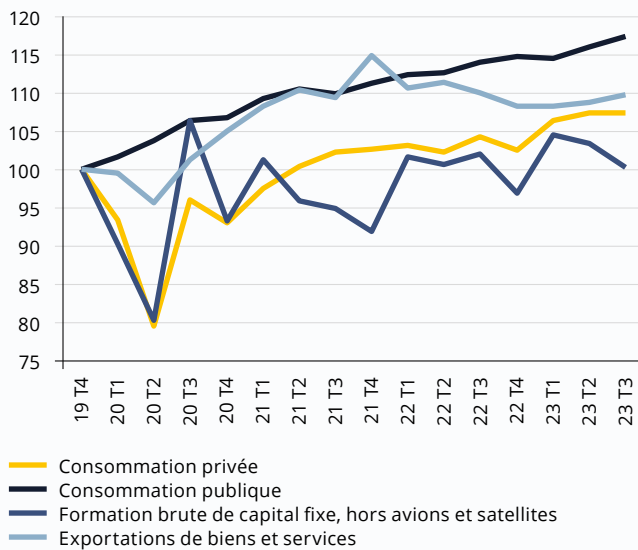
Le moral des ménages, qui s'était fortement dégradé en 2022 après le début de la guerre en Ukraine, a par contre rebondi en 2023 (les tendances relevées sont très similaires entre le Luxembourg et la zone euro, cf. graphique 2.4), sous l'effet d'opinions plus optimistes concernant les perspectives liées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

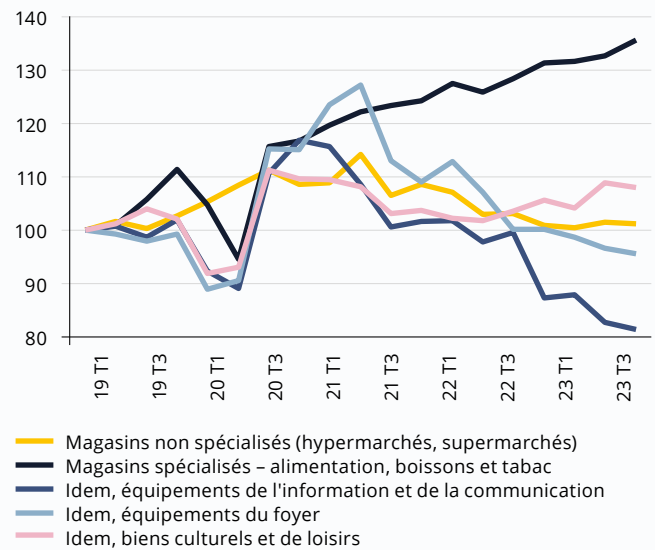


Source: STATEC (Comptes nationaux, données en volume désaisonnalisées)

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

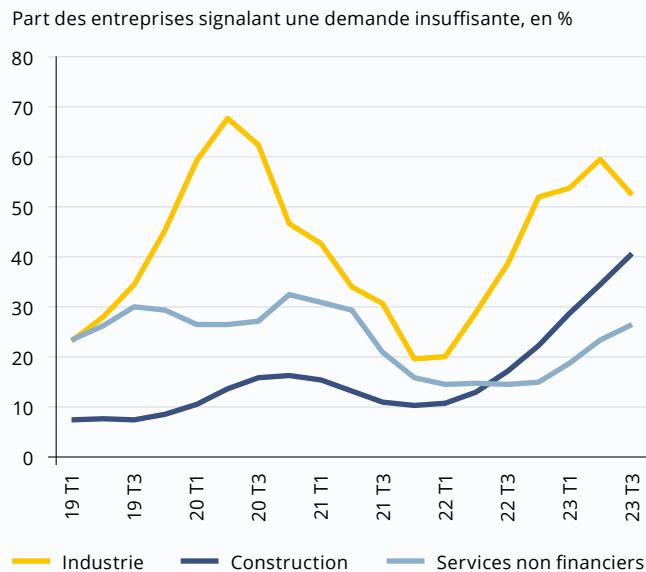
La consommation des ménages a cependant bien résisté en 2023 (+3.7% par rapport à l'année précédente sur les 3 premiers trimestres), soutenue principalement par les achats de voitures. En effet, les nouvelles immatriculations de voitures particulières affichent en 2023 une hausse de presque 20% par rapport 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).

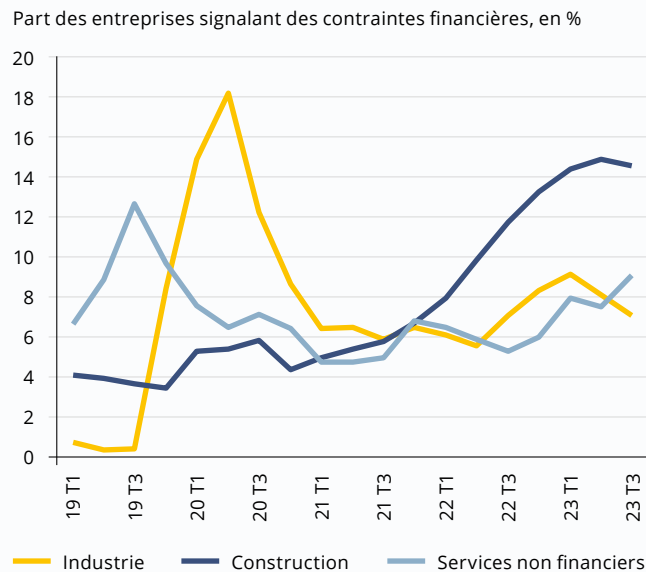
Les dépenses de consommation publique (en volume) ont quant à elles progressé cette année à un rythme annuel proche de 2.5%, équivalent à celui de 2022.

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.

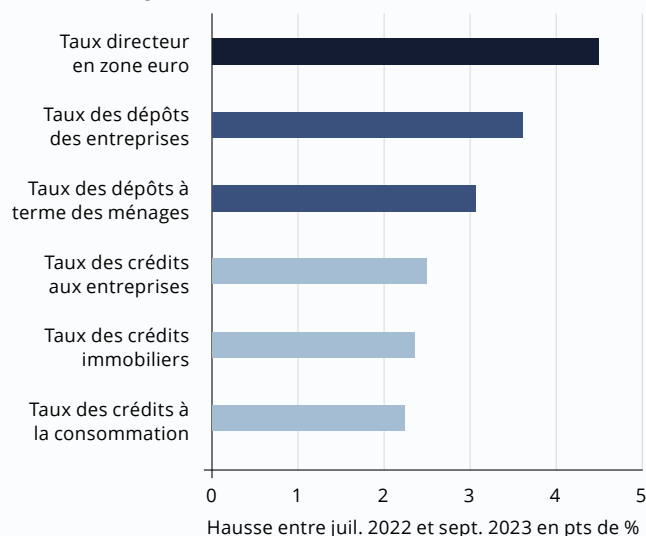
C'est néanmoins dans la branche de la construction que ces contraintes financières sont le plus largement évoquées. Qu'il s'agisse d'ailleurs des difficultés d'ordre financier ou liées à la demande, elles atteignent un niveau record pour cette branche en 2023 (alors que pour l'industrie par exemple,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

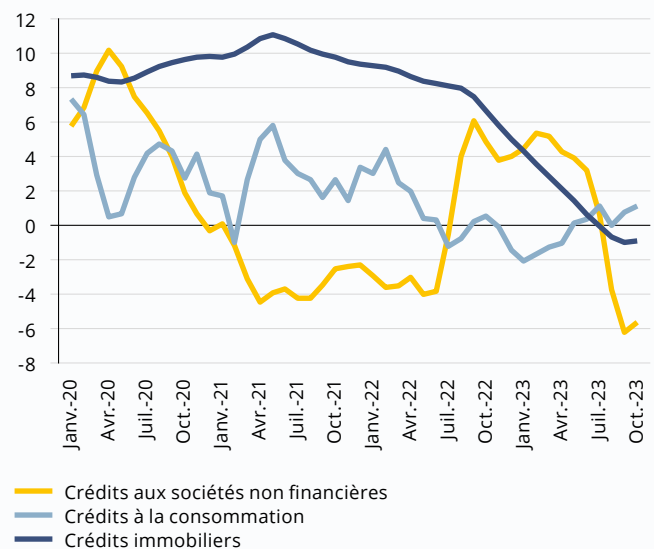


Sources: BCL, BCE

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).

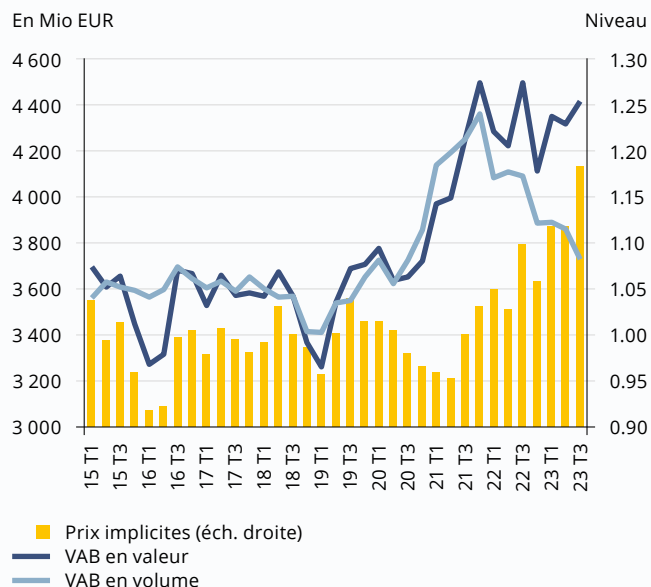
... qui pèse sur les crédits bancaires et l'investissement

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

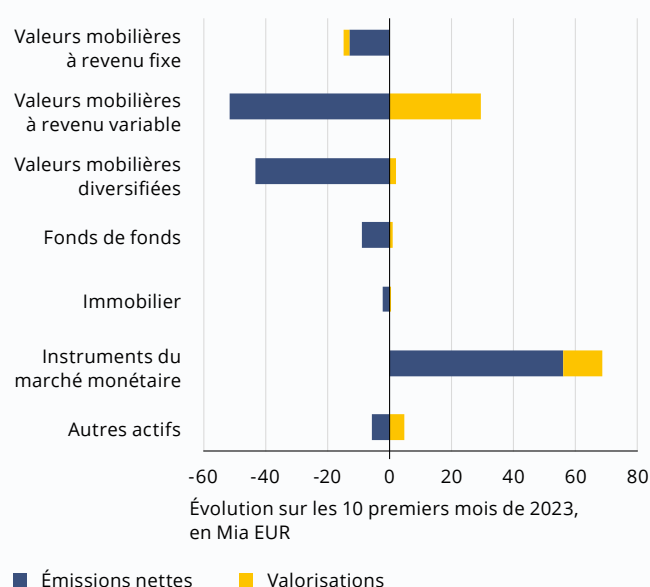
La valeur ajoutée du secteur financier tiraillée entre hausse des prix et baisse des volumes



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.

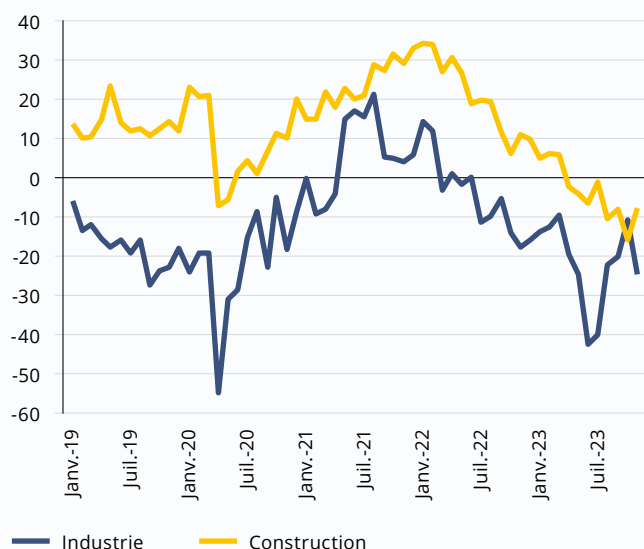
Côté assurance-vie, la baisse des primes encaissées observée depuis le 2^e trimestre 2022 continue (-17% sur un an au 3^e trimestre). Cependant, contrairement aux trimestres précédents, cette baisse concerne uniquement les produits en unité de compte (-23% sur un an), alors que les primes sur les produits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

Indicateurs de confiance, en points

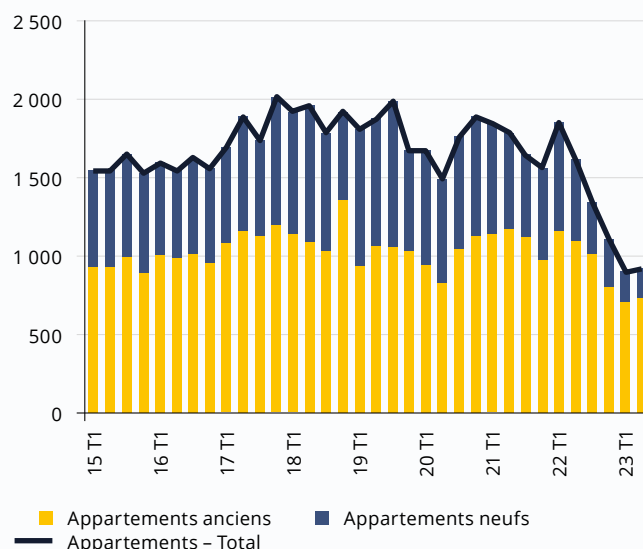


Source: STATEC (données désaisonnalisées, dernier point: nov. 2023)

Graphique 2.14

Les ventes de logements neufs se sont effondrées

Nombre de transactions



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

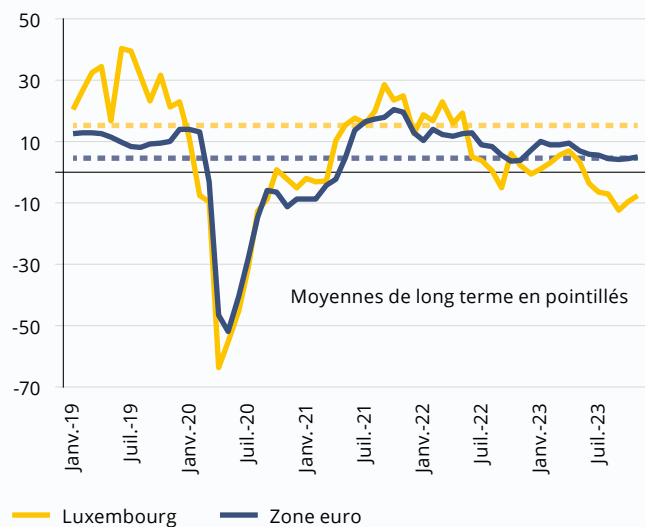
La valeur ajoutée en volume de la construction enregistre un repli de l'ordre de 6% cette année. La baisse de la demande sur le marché immobilier, liée à l'augmentation du coût des crédits mais aussi au durcissement des critères d'octroi des banques, a des conséquences très négatives sur l'activité de 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

Indicateur de confiance, en points

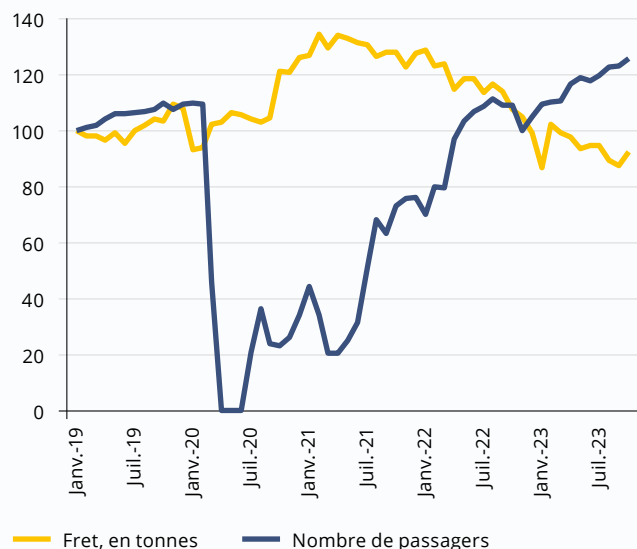


Sources: Commission européenne, STATEC (données désaisonnalisées, dernier point: nov. 2023)

Graphique 2.16

Le repli du fret aérien arrivé à terme?

Trafic aérien à l'aéroport du Findel, indices janv. 2019 = 100



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.

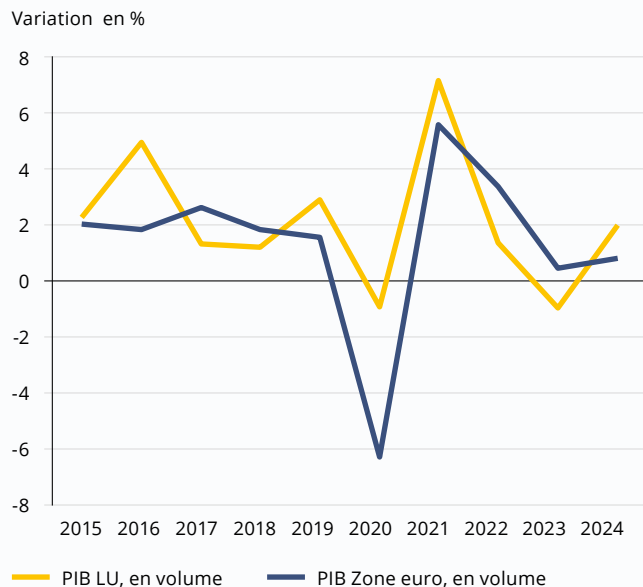
La valeur ajoutée des services de transports a été lourdement affectée en 2022 et 2023¹⁵ par le repli du fret aérien (après une année 2021 exceptionnelle). Le volume de fret aérien semble cependant se stabiliser sur les derniers mois (à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la crise pandémique),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

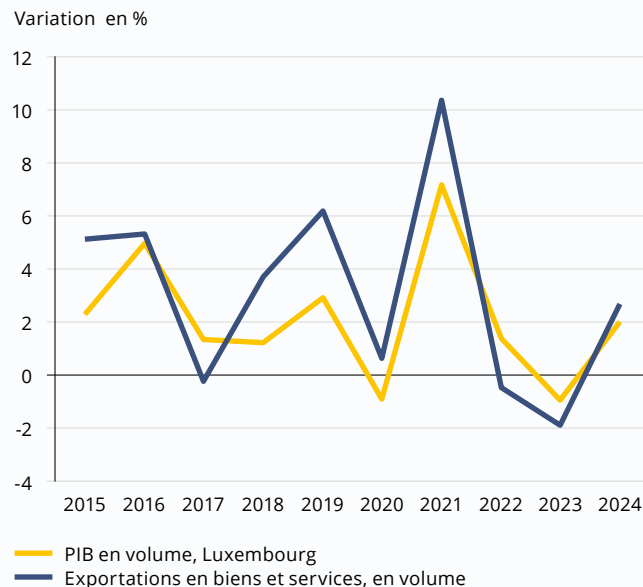
¹⁵ Avec des baisses en volume de 6% en 2022 et de 9% en 2023 (sur les 3 premiers trimestres).

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.

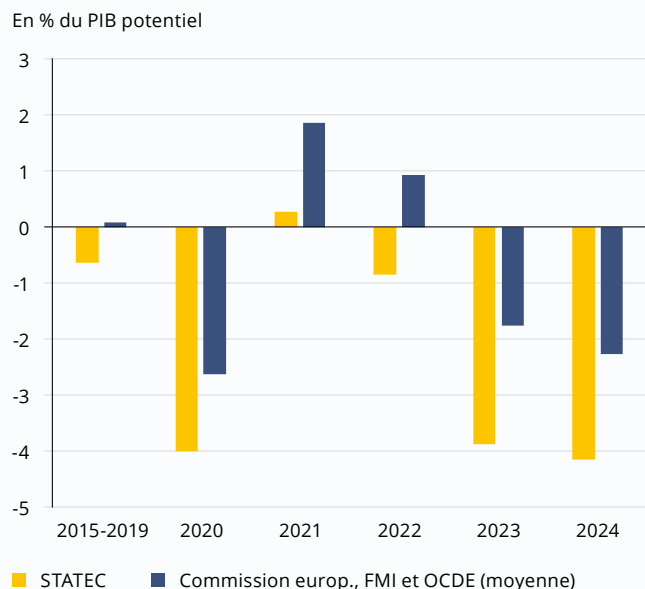
Depuis la grande crise financière de 2008/2009, le PIB en volume du Luxembourg a crû moins rapidement que celui de la zone euro à six reprises (2008, 2011, 2017-2018, 2023-2024). À chaque fois, l'activité dans le secteur financier diminuait, quatre fois sur six en lien avec un repli des marchés boursiers.

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

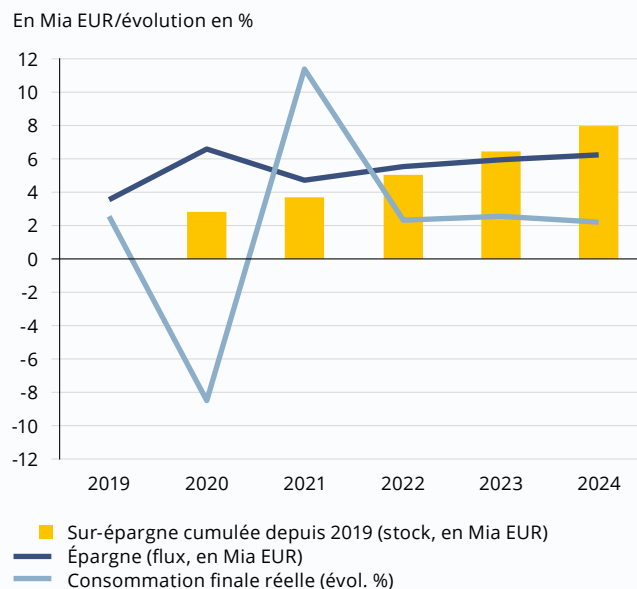
Un écart de production à dominante négative depuis 2015



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

Graphique 2.20

Les ménages continuent d'accumuler de l'épargne



Source: STATEC (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.

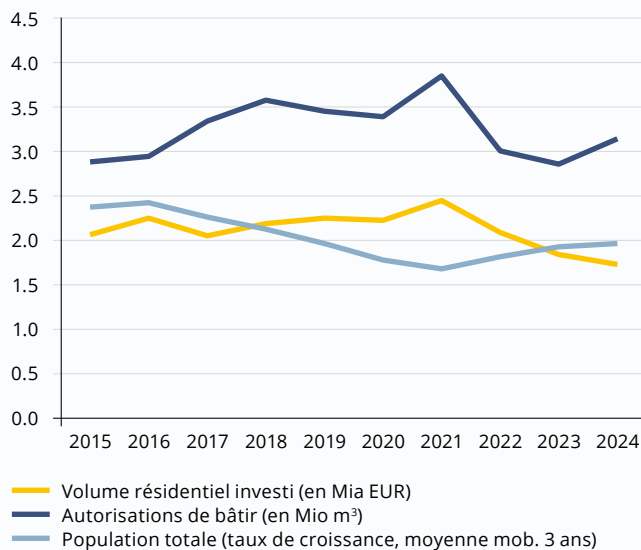
¹⁸ Brute car elles comprennent le volet importé (cf. contenu en importations).

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

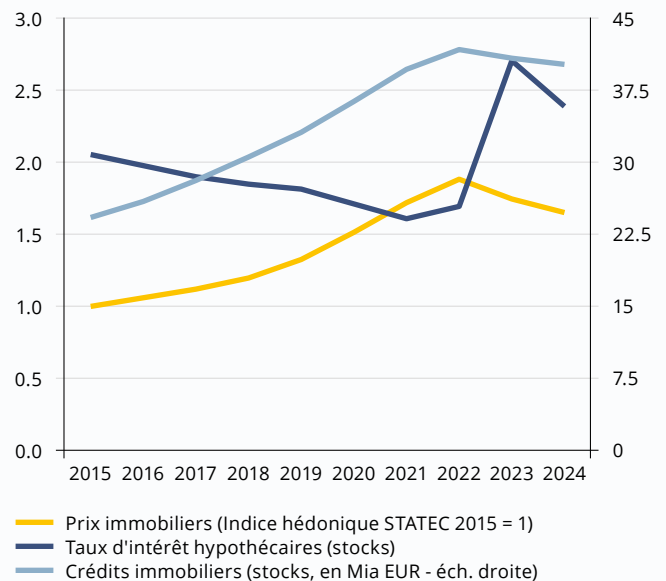
Le volume résidentiel investi a culminé en 2021 et décroît depuis



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.

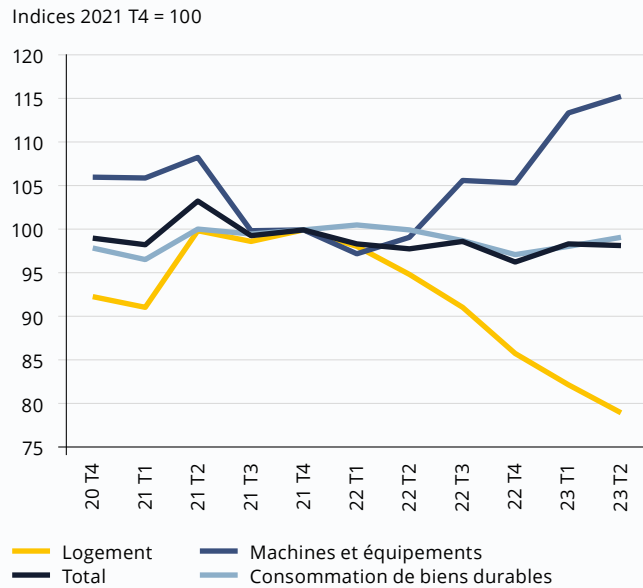
... mais les fondements pour une reprise semblent se mettre en place

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).

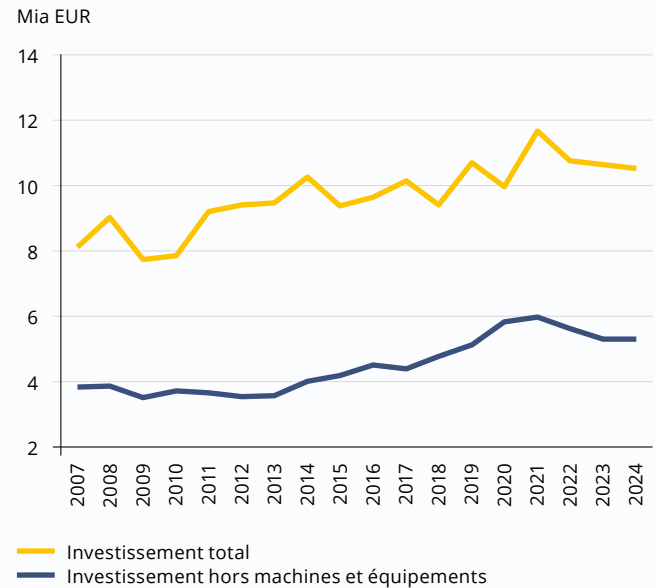
Graphique 2.23

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 directeurs 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 directeurs. 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 terme¹		Désinflation plus rapide¹	
	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 serre³	-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
Dont: impôts	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.