



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



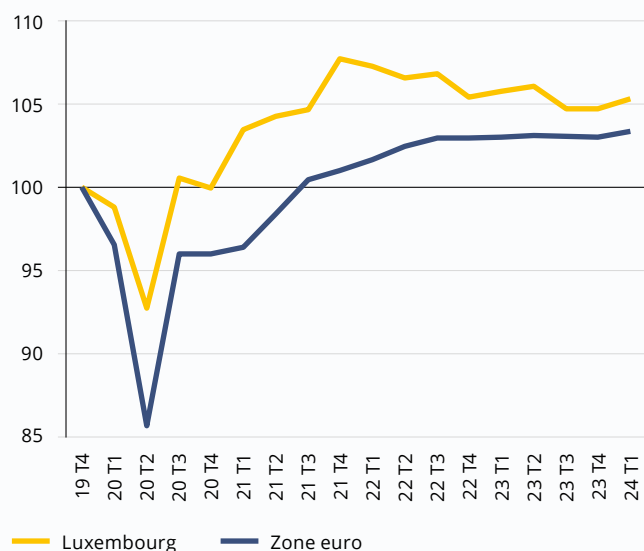
Le début de 2024 est aussi marqué par une amélioration du contexte économique au Luxembourg, après deux années difficiles où l'activité et la productivité du travail ont flanché. Le PIB a enregistré un net rebond sur le 1^{er} trimestre 2024, la hausse profitant à la plupart des branches et en particulier au secteur financier où la valeur ajoutée était orientée à la baisse en 2022 et 2023. Ce rebond de l'activité renvoie à l'amélioration du ressenti des entreprises sur la même période et les enquêtes de conjoncture du 2^e trimestre indiquent que le mouvement se poursuit. Ce regain de confiance des entreprises ne se manifeste cependant pas encore dans la construction. Pour cette branche, la perspective d'une baisse des taux d'intérêt devrait redynamiser progressivement la demande, mais cela prendra du temps pour revenir au niveau d'activité antérieur.

Si la consommation – soutenue notamment par les hausses de salaires et de transferts ainsi que par la baisse de l'épargne – devrait demeurer relativement bien orientée cette année et l'année prochaine, l'investissement se rétracterait nettement en 2024 et ne rebondirait qu'en 2025. Sur cet horizon, les exportations ne montreraient qu'une reprise en demi-teinte. Le rétablissement attendu de la productivité se ferait sur fond d'une progression de l'emploi historiquement faible. Au final, le PIB en volume augmenterait de 1.5% en 2024, puis de 3.0% en 2025. Ce scénario central est cependant entouré de risques haussiers et baissiers (qui semblent mieux équilibrés que dans la précédente Note de conjoncture) qui dépendent aussi bien de l'environnement international que de facteurs domestiques.

Graphique 2.1

L'activité redresse la tête au 1^{er} trimestre...

PIB à prix constants, indices 2019 T4 = 100

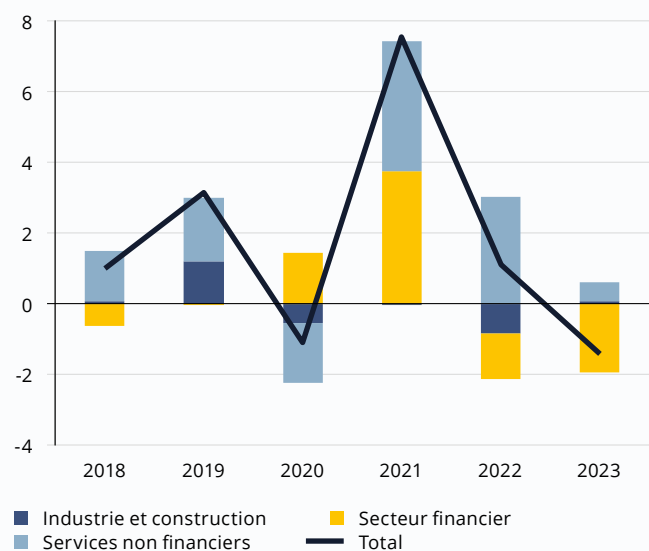


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.2

... après deux années marquées par le repli du secteur financier

Contributions à l'évolution de la valeur ajoutée en volume, en points de %



Source: STATEC

1 La différence entre les deux correspond à l'évolution des impôts (diminués des subventions) sur la production, relativement volatile au cours des derniers trimestres.

Un bon début pour 2024, après deux années difficiles

D'après une première estimation, le PIB en volume du Luxembourg aurait progressé de 0.5% sur un trimestre au 1^{er} trimestre 2024. Il s'agit du meilleur résultat enregistré depuis 9 trimestres, un constat qui s'applique aussi à la valeur ajoutée des activités financières (+1.3% sur un trimestre).

Les deux années écoulées ont en effet vu le volume d'activité du secteur financier refluer très nettement (alors qu'il avait bien progressé en 2020 et encore davantage en 2021). Pour l'année 2023 cependant, sur laquelle le PIB a reculé de 1.1% (soit de manière encore plus prononcée qu'en 2020), les autres activités de services ont aussi été affectées par le retournement conjoncturel et subi un ralentissement marqué qui a pesé sur le résultat d'ensemble. Si les cycles conjoncturels du Luxembourg et de la zone euro sont historiquement bien corrélés, la tendance suivie par le PIB luxembourgeois en 2022 et 2023 détone quelque peu avec celle relevée en zone euro (cf. graphique 2.1). Alors qu'au sortir de la pandémie, le Luxembourg affichait un niveau d'activité relatif (par rapport à l'avant-crise) bien supérieur à celui de la zone euro, l'écart s'est largement comblé ensuite sous l'effet majeur de la contre-performance du secteur financier. Hors secteur financier, l'activité du Luxembourg a progressé à un rythme très proche de celle de la zone euro en 2023, mais là encore, il s'agit plutôt d'une contre-performance (car historiquement, ce rythme est plus élevé au Luxembourg).

Considérant la nette décreue subie sur les deux années précédentes, le rebond du PIB au 1^{er} trimestre 2024 pourrait paraître relativement marginal, voire anecdotique. Mais plusieurs éléments montrent qu'il marque sans doute le début d'un retournement vers une tendance plus favorable. D'abord, il coïncide avec l'amélioration des résultats des enquêtes de conjoncture (en particulier pour les activités de services) du 1^{er} trimestre, amélioration qui semble se poursuivre au 2^e trimestre. Il coïncide aussi avec le rebond du PIB de la zone euro (cf. chapitre 1), en proie à la stagnation au cours des trimestres précédents. Enfin, il faut noter que la valeur ajoutée en volume indique (avec +1.0% sur un trimestre) une reprise de l'activité de nature plus ferme que celle dévoilée par le chiffre du PIB¹.

Tableau 2.1
Valeur ajoutée en volume par branche

Nace rév. 2	Poids	Année					Trimestre			
	2023	2019	2020	2021	2022	2023	23 T2	23 T3	23 T4	24 T1
	En %	Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Agriculture, sylviculture et pêche	0.2	-7.4	-8.2	7.3	1.3	1.5	0.1	2.1	4.1	-2.5
Industrie	6.3	11.1	-2.9	1.9	-9.9	6.7	-3.0	3.3	2.0	-0.9
Construction	4.2	9.4	-6.2	-3.6	-4.1	-7.4	-3.8	-2.3	-2.8	1.2
Commerce, transports, Horeca	13.1	0.5	-6.9	4.8	-1.3	-4.1	-2.7	-3.3	-0.2	2.0
Information et communication	7.2	-9.5	-10.7	15.1	26.6	7.8	4.9	8.8	-2.3	5.1
Activités financières et d'assurance	25.9	0.0	5.5	13.5	-4.5	-7.0	0.0	-3.6	-1.6	1.3
Activités immobilières	8.6	3.7	-1.5	4.4	3.1	1.3	0.4	0.7	0.5	0.0
Services aux entreprises et location	14.7	11.5	-1.7	0.8	5.2	-0.6	-0.4	-0.8	-2.0	0.1
Adm. publique, défense, éduc. et santé	18.1	2.4	1.9	11.0	4.8	3.3	0.7	1.2	1.9	0.5
Autres services ²	1.7	5.1	-10.2	13.7	3.3	4.0	1.6	1.7	-1.0	-0.2
Total	100.0	3.1	-1.1	7.5	1.1	-1.4	-0.5	-0.6	-0.2	1.0

¹ Données désaisonnalisées.
² Arts, spectacles et activités récréatives, services personnels, activité des ménages, activités extraterritoriales.
Source: STATEC (Comptes nationaux)

Si l’acquis de croissance² à l’issue du 1^{er} trimestre est quasi nul sur le PIB, il est de 0.4% pour la valeur ajoutée. Avec une progression trimestrielle conforme à la tendance historique sur le restant de l’année, une croissance proche de 1.5% en 2024 semble à portée de main (cf. étude 7.1).

Une amélioration relativement généralisée au travers des branches

En termes de valeur ajoutée, les activités financières ont contribué à un tiers de la progression observée au 1^{er} trimestre, principalement grâce aux services d’auxiliaires du secteur financier (voir ci-après).

Dans la plupart des autres branches, l’activité s’est également inscrite en hausse au 1^{er} trimestre, à l’exception de l’industrie et de l’Horeca. Le commerce et les transports, ancrés sur une tendance très défavorable en 2022 et 2023, marquent tous les deux un solide rebond (de l’ordre de 3% sur un trimestre). Les services d’information et communication, qui ont constitué un soutien majeur à l’expansion de l’activité depuis 2021, demeurent bien orientés au début de 2024. Pour les services aux entreprises, l’amélioration est relative: leur valeur ajoutée se stabilise, après 3 trimestres consécutifs de baisse.

La construction enregistre un rebond de 1.2% sur un trimestre (-7.5% sur un an), mais celui-ci n’est probablement que temporaire vu les éléments très défavorables ressortant des enquêtes de conjoncture jusqu’en mai. La baisse relevée pour l’Horeca (-0.8% sur un trimestre) pourrait aussi être temporaire car, à l’inverse de la construction, les opinions des entreprises s’y sont nettement améliorées en avril et mai (et ce tant du côté de l’hébergement que de la restauration).

Le redressement de la valeur ajoutée au 1^{er} trimestre s’accompagne d’un rebond des heures travaillées (qui ont encore un caractère provisoire pour ce trimestre) d’une ampleur supérieure. Ceci conduit à un nouveau repli de la productivité horaire – déjà mise à mal sur les deux années passées – dans la grande majorité des branches.

² L’acquis de croissance correspond à la variation du PIB pour l’année en cours en supposant que celui-ci se stabilise à son dernier niveau observé sur les trimestres restants de l’année.

Tableau 2.2

Productivité apparente du travail (horaire) – évolutions (var. en %) et contributions (en points de %) par branche de 2019 à 2023

		Zone euro		Allemagne		France		Luxembourg		Pays-Bas		Diff contrib. LU vs ZE
		Var.	Contrib.	Var.	Contrib.	Var.	Contrib.	Var.	Contrib.	Var.	Contrib.	
Total – ensemble des activités NACE		1.5	1.5	1.6	1.6	-3.4	-3.4	-2.1	-2.1	2.9	2.9	-3.7
A	Agriculture	2.5	0.1	15.5	0.2	9.2	0.2	2.9	0.0	-3.1	-0.1	-0.1
B-E	Industrie	2.9	0.5	2.9	0.6	-7.3	-0.9	-1.7	-0.1	4.5	0.6	-0.6
C	Industrie manufacturière	7.0	1.1	6.3	1.3	-6.3	-0.7	3.1	0.2	11.6	1.3	-0.9
F	Construction	-8.0	-0.5	-7.1	-0.4	-15.4	-1.0	-23.0	-1.8	-3.6	-0.2	-1.3
G-I	Commerce, transports, Horeca	0.8	0.2	-1.5	-0.3	-8.4	-1.7	-11.5	-2.1	4.6	1.0	-2.2
J	Information et communication	6.8	0.3	3.2	0.1	2.4	0.1	27.1	1.5	-0.8	0.0	1.2
K	Activités financières et d'assurance	4.9	0.2	14.6	0.5	3.0	0.1	-4.2	-0.8	-13.1	-0.6	-1.0
L	Activités immobilières	-1.7	-0.1	4.7	0.3	-6.8	-0.5	-1.6	-0.1	11.5	0.4	0.0
M-N	Services aux entreprises ¹	2.2	0.3	1.9	0.2	-3.0	-0.5	-7.5	-1.2	10.5	1.9	-1.5
O-Q	Adm. publ., défense, éduc., santé	-0.3	-0.1	0.9	0.2	0.5	0.1	5.9	1.1	-0.3	-0.1	1.2
R-U	Autres services ²	-0.3	0.0	-1.8	-0.1	-3.9	-0.2	1.0	0.0	10.0	0.3	0.0

¹ Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien.

² Arts, spectacles et activités récréatives, services personnels, activité des ménages, activités extraterritoriales.

Sources: Eurostat, STATEC

3 Services d'information et communication.

4 Le constat reste de mise si l'on considère uniquement les activités marchandes non financières (-4.2% pour le Luxembourg contre +1.8% en zone euro sur la même période), qui constitue le périmètre usuel des études sur la productivité apparente du travail. Il faut noter par ailleurs qu'en 2023, cette productivité affiche aussi un recul en zone euro (-0.7% pour l'économie totale, -0.8% pour les activités marchandes non financières).

5 Cf. notamment: "L'heure des comptes, Perspectives 2024-2025 pour l'économie française", OFCE: <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief126.pdf>

6 La prochaine révision des comptes annuels est prévue pour mars 2025.

Un net recul de la productivité en 2022 et 2023

La productivité apparente du travail horaire, qui s'exprime comme le rapport de la valeur ajoutée en volume au nombre d'heures travaillées, s'est nettement dégradée au Luxembourg sur les deux dernières années. En 2023, elle est même repassée sous son niveau d'avant-crise pandémique (celui de 2019). Sur cette même année, on observe une divergence marquante entre l'évolution de la valeur ajoutée et celle des heures travaillées pour certaines branches.

Parmi celles où la productivité a le plus reculé en 2023, on retrouve notamment les services de transports, où la valeur ajoutée en volume s'est nettement repliée dans le domaine du secteur aérien (c'était déjà le cas en 2022). Pourtant cette branche a connu une hausse relativement forte des heures travaillées (et de l'emploi), mais celle-ci découle principalement de la hausse des effectifs dans la catégorie des transports routiers de personnes (où la valeur ajoutée par tête est relativement faible).

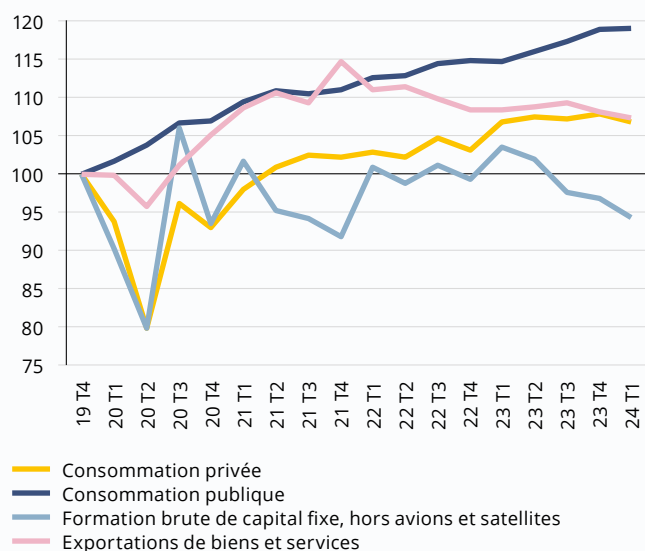
Le secteur financier aussi a montré une progression des heures travaillées encore relativement dynamique en 2023, alors que la valeur ajoutée en volume s'y est nettement rétractée. À l'inverse, apportant une contribution positive à l'évolution de la productivité, la valeur ajoutée a progressé de manière bien plus dynamique que le volume d'heures dans les TIC³ et l'industrie.

Si l'on se penche sur l'évolution de la productivité entre 2019 et 2023 (cf. tableau 2.2), le Luxembourg affiche donc une baisse, alors que la tendance générale relevée dans la plupart des pays de la zone euro est celle d'une hausse⁴. La France constitue une exception notable, mais la baisse relevée dans l'Hexagone résulterait très largement d'un effet lié à la réforme de l'apprentissage⁵. La divergence d'évolution entre le Luxembourg et la zone euro provient principalement des branches du commerce, des transports et de l'Horeca, des services aux entreprises, de la construction et des activités financières (si l'on se concentre uniquement sur 2022 et 2023, la contribution des activités financières est encore plus négative). Ce constat peut certes encore changer sous l'effet des futures révisions de la valeur ajoutée (en particulier pour les années les plus récentes⁶), mais il indique pour le moment une certaine perte de compétitivité de l'économie luxembourgeoise qui pourrait préfigurer un ajustement du volume des heures travaillées et de l'emploi.

Graphique 2.3

Reflux marqué de l'investissement

Niveaux en volume, indices 2019 T4 = 100

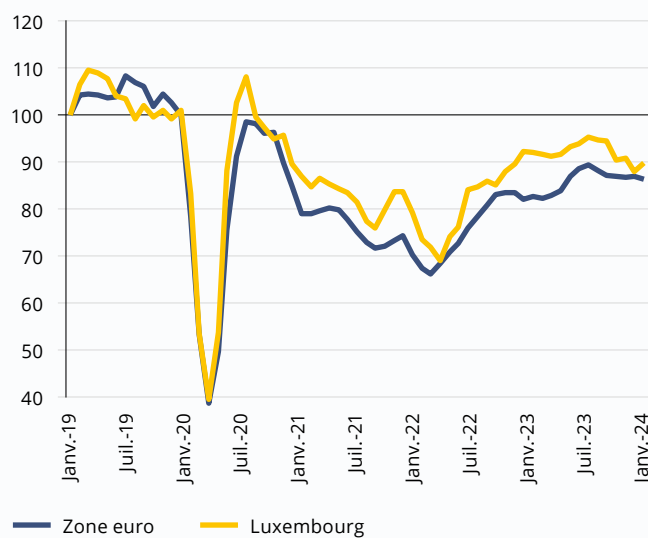


Source: STATEC (Comptes nationaux, données désaisonnalisées)

Graphique 2.4

Les nouvelles immatriculations de voitures se tassent

Indices janv.-19 = 100



Sources: ACEA, SNCA, STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

La consommation demeure élevée, l'investissement poursuit sa baisse

Au 1^{er} trimestre de l'année, la consommation des ménages s'est repliée de 1%⁷ sur un trimestre (stagnation sur un an). La baisse découle notamment des moindres achats de véhicules (en lien avec le repli des immatriculations de voitures sur cette période), de produits de la culture (fruits, légumes...), de services de restauration (qui renvoient au repli de l'activité dans l'Horeca), de gaz (en partie sous l'effet de températures clémentes, cf. chapitre 6) ainsi que des articles d'habillement (vêtements, chaussures). Ceci étant, ce reflux fait suite à une année 2023 très dynamique en matière de consommation (+4.0% au Luxembourg, contre seulement +0.6% en zone euro), en particulier pour les ventes de voitures, les services de restauration et les dépenses de loyers (ces dernières ont certainement été stimulées par le fait que les ménages se sont détournés de l'accession à la propriété au profit de la location, elles continuent à progresser au 1^{er} trimestre 2024).

En matière d'investissement, le Luxembourg a par contre de nouveau fait pâle figure en 2023, se repliant de 1.0% (contre +1.4% en zone euro), après une baisse déjà impressionnante de 7% en 2022 (+2.6% en zone euro). Cette morosité doit beaucoup au moindre volume de projets dans le domaine du bâtiment et génie civil, qui renvoie aux difficultés éprouvées par la branche de la construction depuis 2022 (voir ci-après). Si le 1^{er} trimestre 2024 dévoile un rebond de l'investissement en logements – à propos duquel il faut rester prudent, car il repose sur des indicateurs parcellaires – les autres segments de la construction continuent à tirer les résultats à la baisse.

Les exportations reculent pour le 2^e trimestre consécutif au début de 2024, à la fois pour les biens et les services (aussi bien financiers que non financiers). Cependant le repli des importations a été encore plus marqué au 1^{er} trimestre, d'où une contribution positive du solde des échanges de biens et services à l'évolution du PIB. Il reste que cette baisse des exportations ne témoigne pas encore d'un soutien accru de la demande extérieure à l'activité luxembourgeoise.

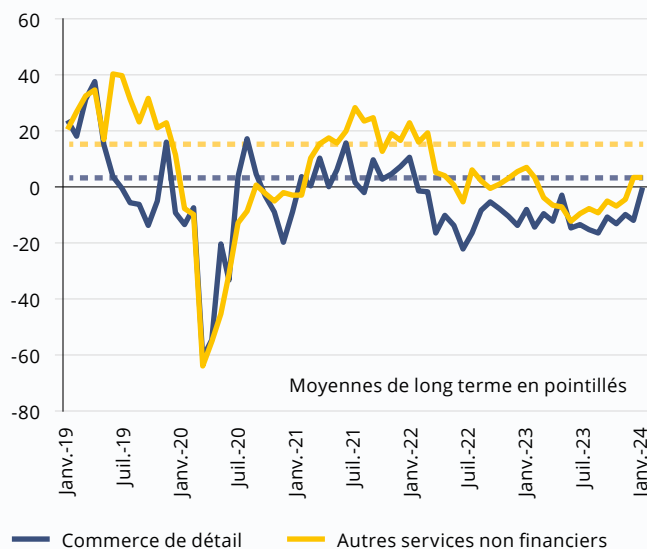
Les dépenses de consommation publique enfin affichent une certaine stabilisation sur le début de 2024 (elles s'inscrivent néanmoins en hausse de 4.2% sur un an au 1^{er} trimestre).

⁷ Toutes les évolutions mentionnées ici se basent sur des données exprimées en volume (à prix constants).

Graphique 2.5

Le moral se redresse dans les services non financiers

Indicateurs de confiance, en points

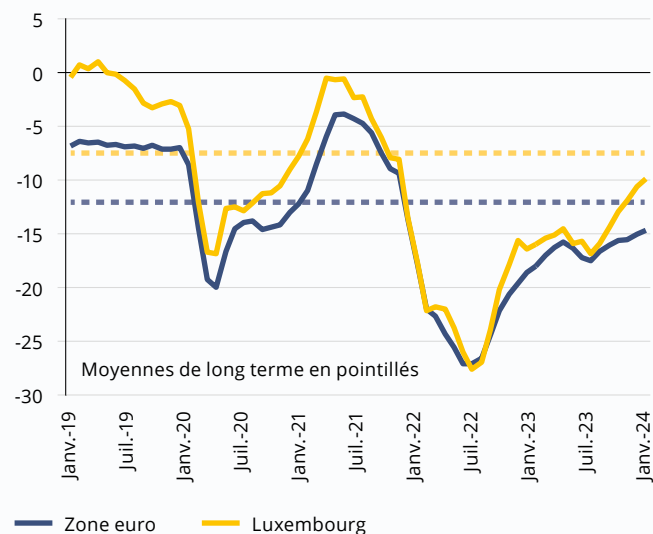


Source: STATEC (dernières données: mai 2024)

Graphique 2.6

Des consommateurs également plus confiants

Indicateur de confiance des consommateurs, en points



Source: Commission européenne (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

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

9 Du côté des transports aériens notamment, les résultats en termes de fret reprennent une tendance légèrement ascendante au début de 2024 (après deux années de repli marqué).

10 Celles-ci intègrent notamment les agences de travail intérimaire et les cabinets de recrutement.

11 Avec des opinions bien plus positives sur les ventes récentes, les perspectives de ventes à 3 mois et l'état des stocks (qui en l'occurrence semblent se résorber).

L'horizon s'éclaircit du côté des services non financiers

Le rebond de la valeur ajoutée dans plusieurs branches de services au 1^{er} trimestre vient faire écho à l'amélioration qui se dessine dans les résultats des enquêtes de conjoncture. L'indicateur de confiance des services non financiers avait touché un point bas en septembre dernier et s'est redressé depuis, assez timidement dans un premier temps, mais de manière plus franche à l'entrée du printemps. Cet indicateur, qui synthétise les opinions des dirigeants quant à la situation de leur entreprise et à la demande⁸, atteint ainsi en avril et mai 2024 son plus haut niveau depuis un an.

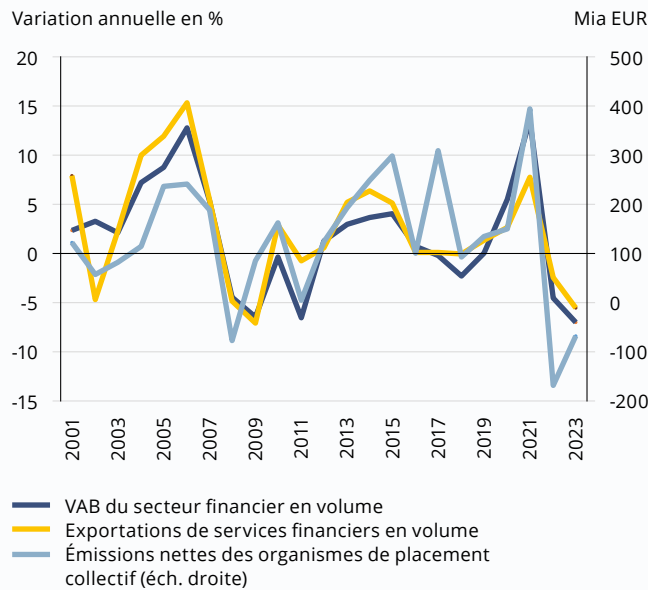
Le redressement est perceptible au niveau des services de transports⁹, de l'Horeca, de l'édition, des activités des sièges sociaux et du conseil de gestion, des activités de location, des activités liées à l'emploi¹⁰ ainsi que celles d'administration et de soutien aux entreprises. Parmi les domaines où la conjoncture demeure moins favorable, on retrouve notamment les activités immobilières, les services de poste et courrier, les activités juridiques et comptables ainsi que les services à la personne. La part des entreprises signalant que le manque de demande pèse sur leur activité s'est légèrement résorbée et s'élève à 26% au début du 2^e trimestre (après avoir culminé à 30% au dernier trimestre de 2023).

La confiance des acteurs du commerce de détail s'est également redressée sur les derniers mois, là encore très modestement initialement, mais bien plus fermement en mai¹¹. Sur les 3 premiers mois de 2024, le chiffre d'affaires en volume du commerce de détail (hors débits de carburants et vente à distance) affiche une progression de 0.9% sur un an (après une baisse de 1.2% en 2023). Le moral des consommateurs a aussi repris une trajectoire nettement haussière au tournant de 2024. Ils sont notamment plus optimistes sur l'évolution de leur situation financière et de la situation économique (les intentions d'achats de biens d'équipement et de dépenses pour l'amélioration ou la rénovation du logement repartent à la hausse).

En dépit de ce redressement de la confiance dans les services non financiers et chez les consommateurs, elle demeure inférieure à ses moyennes de long terme. Autrement dit, l'horizon s'éclaircit, mais il subsiste de nombreux nuages.

Graphique 2.7

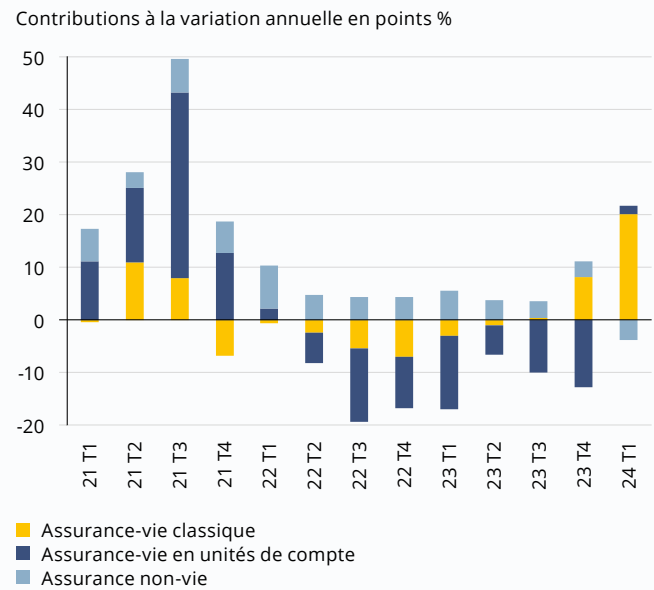
La baisse des investissements dans les fonds a pesé sur la valeur ajoutée et les exportations



Sources: CSSF, STATEC

Graphique 2.8

Les primes d'assurance-vie repartent à la hausse



Sources: CAA, STATEC

Léger redressement de la valeur ajoutée du secteur financier

Les résultats du secteur financier sont soutenus depuis le début de 2023 par les valorisations des actifs financiers et les taux d'intérêt élevés (qui regonflent les marges des banques). En neutralisant ces effets prix, la valeur ajoutée brute (VAB) en volume du secteur s'est effondrée en 2023, selon les premières estimations des comptes nationaux (-7% sur un an), reflétant la diminution des stocks de crédits, des primes d'assurance-vie et des émissions nettes des organismes de placement collectif. Ces dernières ont aussi fortement pesé sur les exportations nettes de services financiers en volume (-6% en 2023), les trois quarts étant lié à l'activité des fonds d'investissement. Au 1^{er} trimestre 2024, la valeur ajoutée en volume du secteur financier se redresse légèrement (+1.3% sur un trimestre, après -1.6% au dernier trimestre 2023)¹². Les commissions nettes des banques et des auxiliaires financiers repartent à la hausse, les frais généraux se replient et les stocks d'actifs remontent légèrement. L'ampleur de la reprise du secteur dépend principalement des fonds d'investissement (cf. étude 7.1).

Les résultats du secteur bancaire ont fortement progressé en 2023 (+67% sur un an), portés par la remontée des marges sur intérêts et la baisse des provisions pour couvrir les risques (liés en 2022 aux engagements envers des contreparties russes). Selon les premières informations disponibles, les résultats progressent encore au 1^{er} trimestre. La valeur ajoutée intègre les principaux revenus et frais des banques, mais pas les provisions. À prix courants, la VAB bénéficie d'une remontée des commissions nettes, des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM)¹³ et d'une réduction des frais généraux. En enlevant les effets prix liés aux taux d'intérêt élevés et aux valorisations des actifs financiers, la VAB en volume se stabilise au 1^{er} trimestre après huit trimestres consécutifs de baisse. Les actifs bancaires liés aux ménages et aux entreprises non financières se stabilisent également, après avoir diminué tout au long de 2023.

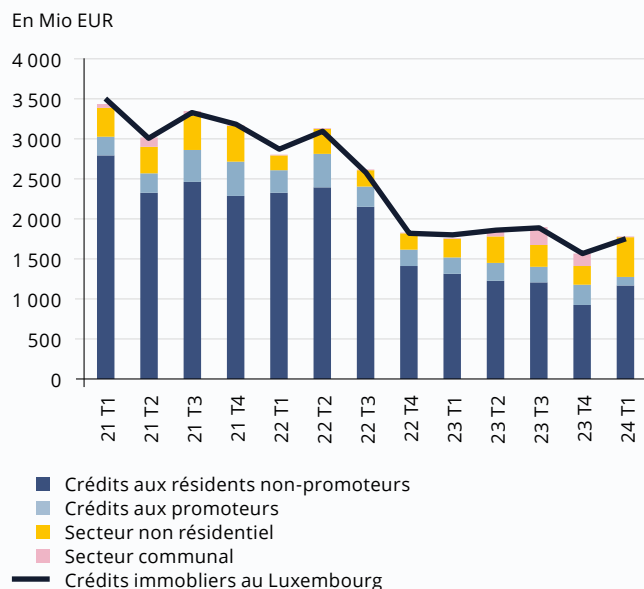
Après avoir chuté en 2022 et 2023, les primes d'assurance encaissées ont fortement rebondi au 1^{er} trimestre 2024 (+18% sur un an). Cette remontée provient essentiellement de l'assurance-vie classique (produits à rendement garanti), alors que l'assurance non-vie s'est légèrement repliée (cf. graphique 2.8).

¹² La variation annuelle de la valeur ajoutée en volume du secteur financier demeure négative (à -4% sur un an au 1^{er} trimestre 2024), suite aux pertes enregistrées sur toute l'année 2023.

¹³ Les SIFIM pris en compte dans la VAB sont les marges d'intérêt sur les stocks de prêts et dépôts des ménages et entreprises non financières. Les SIFIM n'intègrent pas les intérêts perçus sur les produits dérivés et autres actifs financiers qui ont contribué à plus de la moitié de la croissance des marges d'intérêt en 2023 et au 1^{er} trimestre 2024 (Cf. Conjoncture flash de mars 2024).

Graphique 2.9

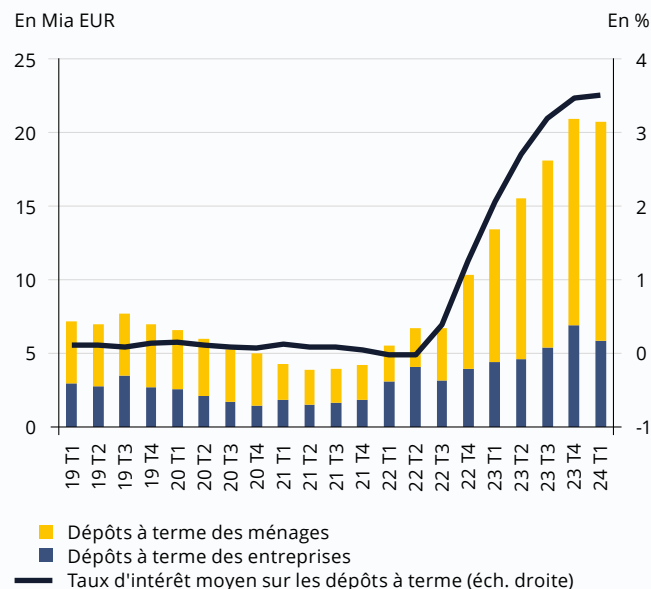
Reprise des nouveaux crédits immobiliers aux ménages et au secteur non résidentiel



Source: BCL (données désaisonnalisées)

Graphique 2.10

Gonflement des dépôts à terme



Source: BCL (dépôts des résidents du Luxembourg)

14 Pour les nouveaux crédits aux ménages, il pourrait s'agir en grande partie de renégociations de contrats.

15 Les données pour le 1^{er} trimestre 2024 ne sont pas encore disponibles à la clôture de cette Note de conjoncture. Elles seront publiées le 1^{er} juillet (cf. <https://www.eba.europa.eu/risk-and-data-analysis/risk-analysis/risk-monitoring/risk-dashboard>).

Les actifs nets des organismes de placement collectif (OPC) repartent à la hausse depuis la mi-2023 (+6.5% sur un an au 1^{er} trimestre 2024), portés par la croissance des valorisations liées aux marchés financiers. Le volume d'actifs (qui prend uniquement en compte les émissions nettes) se stabilise au 1^{er} trimestre (-0.1% sur un trimestre, après -1.3% en 2023 et -3.2% en 2022). Les émissions nettes demeurent négatives dans la plupart des catégories d'investissement, excepté les fonds monétaires et les fonds indiciels (ETF) en actions ou obligations, ces derniers étant davantage domiciliés en dehors du Luxembourg.

Un retournement de tendance attendu pour les crédits et dépôts

Au 1^{er} trimestre 2024, les nouveaux crédits octroyés aux entreprises et aux ménages ont augmenté de 11% sur un trimestre (+10% pour les crédits aux entreprises, +21% pour les crédits immobiliers aux ménages¹⁴), après six trimestres consécutifs de baisse. Si les montants demeurent à un niveau très faible (-45% sur un an pour les entreprises, -20% pour les crédits immobiliers), cette reprise modérée de la demande est encourageante et pourrait se poursuivre sur les prochains mois avec la réduction des taux directeurs (une 1^{re} baisse de 25 points de base ayant eu lieu le 6 juin).

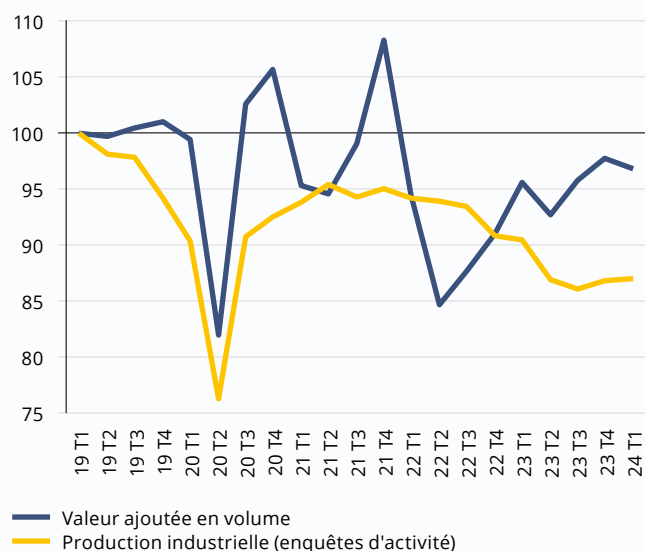
Concernant les nouveaux prêts immobiliers, un rebond s'observe au 1^{er} trimestre pour l'immobilier commercial et pour les logements individuels, alors que les crédits aux promoteurs et au secteur communal se replient (cf. graphique 2.9). Les encours de prêts aux entreprises de l'immobilier et de la construction ont ralenti au Luxembourg et en zone euro en 2023 (resp. +3.4% et +0.5%, contre +7.0% et +3.6% en 2022)¹⁵. Le ratio de prêts non performants dans ces branches d'activité a fortement augmenté au Luxembourg en 2023 (à 5%, contre 1% en 2021 et 2022), alors qu'il s'est stabilisé en zone euro (à 2% pour l'immobilier, 6% pour la construction).

Les dépôts à terme ont été des placements privilégiés avec la hausse des taux. Entre la fin de 2021 et la fin de 2023, les montants placés dans les dépôts à terme ont été multipliés par six pour les ménages et par quatre pour les entreprises. Ces dernières ont diminué leurs dépôts au 1^{er} trimestre 2024 (-16% sur un trimestre). La réduction des taux d'intérêt diminuera progressivement les rendements sur ces dépôts et incitera à des placements dans d'autres actifs (plus risqués et plus rémunérateurs).

Graphique 2.11

Divergences marquées entre valeur ajoutée et production pour l'industrie

Indices 2019 T1 = 100

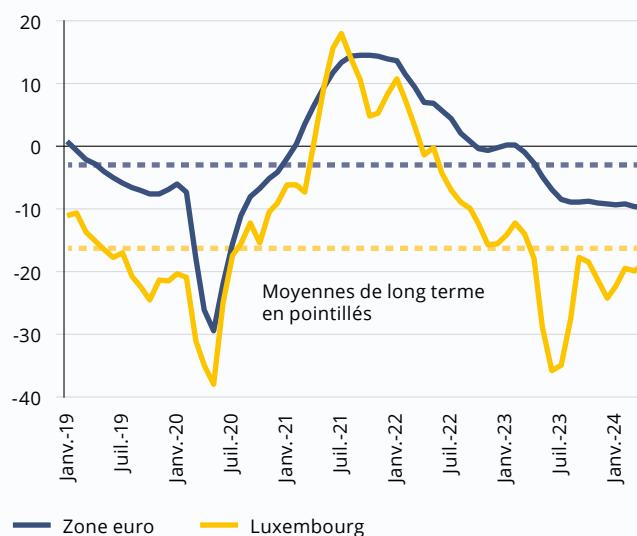


Source: STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.12

Le moral des industriels note aussi une amélioration

Indicateurs de confiance dans l'industrie, en points



Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

Industrie: au-delà d'une valeur ajoutée volatile, une légère amélioration conjoncturelle

Au 1^{er} trimestre 2024, la valeur ajoutée de l'industrie a reculé de 0,9% sur un trimestre, après deux trimestres de hausse. Il est cependant difficile de relier ces évolutions à d'autres indicateurs conjoncturels. De fait, cette valeur ajoutée semble largement déconnectée de la production industrielle au Luxembourg, alors que ces deux indicateurs sont normalement bien corrélés dans la plupart des autres pays de la zone euro. Cette divergence est principalement liée au phénomène du travail à façon (toll manufacturing), qui a pris une importance croissante au fil des dernières années. Il s'agit d'une production sous-traitée à l'étranger par des entreprises domestiques, mais dont elles ont la propriété, et qui de ce point de vue est comptabilisée selon les règles de la comptabilité nationale comme production au Luxembourg¹⁶. Mais cette production (par ailleurs très volatile) diverge largement de celle basée sur les enquêtes mensuelles d'activité, qui correspond bien mieux à la production effectivement réalisée au Luxembourg.

Ainsi, la production telle que relevée dans les enquêtes d'activité s'est nettement rétractée l'année passée (-6%, alors que la valeur ajoutée en volume a augmenté de presque 7%), en ligne avec la dégradation des résultats des enquêtes de conjoncture et le fort ralentissement de l'emploi dans l'industrie (+0,2%, après +2,0% en 2022). Cette production se redresse légèrement depuis la fin de 2023, en cohérence avec la remontée de l'indicateur de confiance des industriels¹⁷.

Ce léger rebond au tournant de 2023 et 2024¹⁸ se constate notamment pour l'industrie textile, la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique et l'industrie du papier et carton, des domaines dans lesquels la production s'était fortement contractée au cours des 3 premiers trimestres de l'année passée. Par ailleurs, la sidérurgie, l'industrie alimentaire et celle du bois demeurent comme l'an passé sur des tendances favorables. En revanche, de sévères difficultés perdurent dans la fabrication de produits métalliques, de produits en verre et céramique, des matériaux de construction et des machines et équipements. Cette timide et récente remontée de la production industrielle luxembourgeoise ressort par ailleurs comme un mouvement quelque peu isolé, la tendance générale en Europe étant plutôt à la stagnation.

¹⁶ Il en résulte une forte hausse de la production – au sens de la comptabilité nationale – et de la valeur ajoutée à partir de 2015 au Luxembourg (ainsi que des exportations de biens).

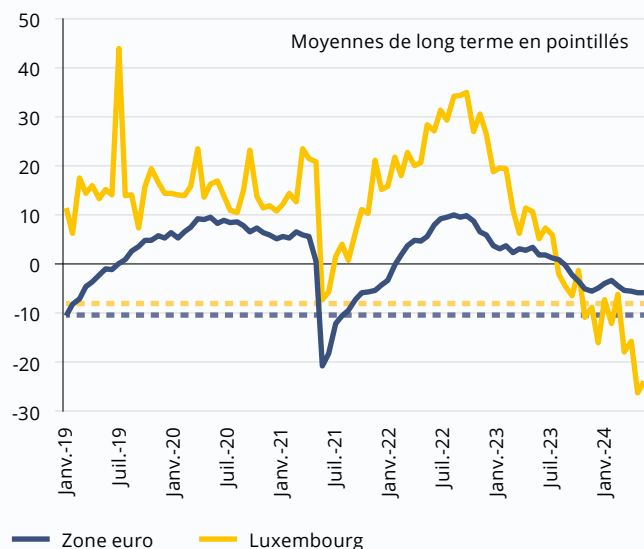
¹⁷ Cet indicateur est la moyenne arithmétique des soldes d'opinions relatifs à trois questions de l'enquête mensuelle: état du carnet de commandes, niveau des stocks et perspectives d'évolution de la production. L'amélioration relevée depuis la mi-2023 provient en premier lieu de meilleures perspectives sur l'évolution de la production et, de manière moins prononcée, de la remontée des carnets de commandes.

¹⁸ Sur base des données disponibles jusqu'en mars 2024.

Graphique 2.13

Le moral chute encore dans la construction au Luxembourg

Indicateur de confiance, solde d'opinion (% net)

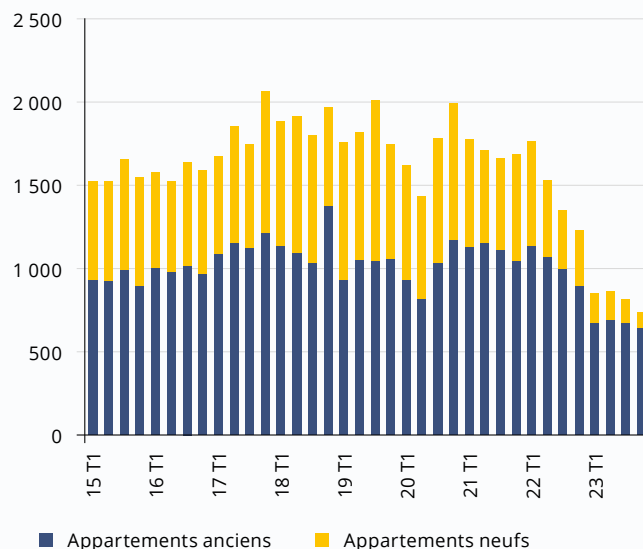


Sources: Commission européenne, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.14

Les transactions de logements sont au plus bas

Nombre de transactions



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

19 Selon l'enquête de conjoncture de la Chambre des Métiers, les entreprises anticipent une très légère amélioration au 2^e trimestre.

20 Ce taux de vacance, élaboré par des acteurs privés de l'immobilier de bureaux, a augmenté de 3.5% au 1^{er} trimestre 2023 à 4.4% au 1^{er} trimestre 2024.

21 Depuis leur pic mi-2022, les prix des appartements neufs ont baissé de 8% environ, contre 16% et 21% respectivement pour les appartements et maisons existantes.

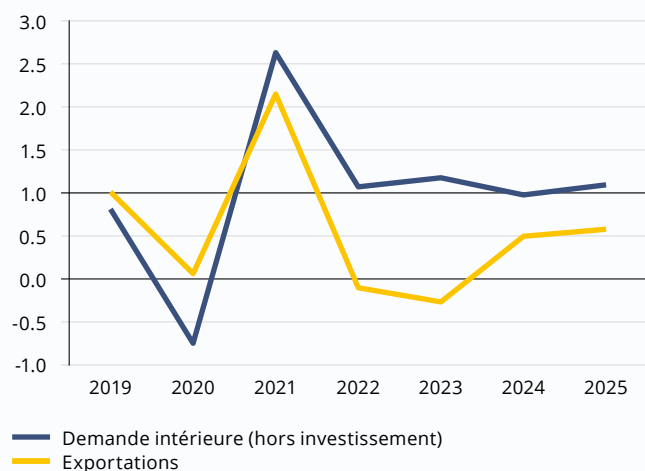
La construction en crise et pas d'amélioration prochaine en vue

La situation dans la construction, déjà difficile au 1^{er} semestre 2023, s'est davantage dégradée sur la 2^e moitié de l'année. La VAB en volume a baissé de 8.6% sur un an (contre -6.3% au 1^{er} semestre), en contraste avec la zone euro où l'activité a progressé de 1.1% (+0.5% au 1^{er} semestre). Cette chute d'activité se reflète dans un moral morose des entreprises, l'indicateur de confiance continuant de se dégrader sur le début de 2024. Les entreprises jugent l'état de leur carnet de commandes de plus en plus insuffisant, la durée d'activité assurée est en baisse et plus de 50% des entreprises témoignent en mai d'une demande insuffisante (bien plus que dans les pays voisins et en zone euro)¹⁹.

Cette mauvaise portée de l'activité a des répercussions sur l'emploi, qui recule considérablement, avec environ 2 850 emplois perdus dans la construction entre janvier 2023 et avril 2024 (cf. chapitre 4). Initialement, les baisses d'emploi ne concernaient que la construction de bâtiments (qui reste la branche avec le plus fort recul), mais depuis le 3^e trimestre 2023, l'emploi diminue aussi dans le génie civil et les travaux de construction spécialisés, les difficultés du secteur ayant atteint toutes les étapes de construction. Les perspectives d'emploi issues des enquêtes de conjoncture suggèrent que cette tendance à la baisse devrait se poursuivre sur les prochains mois.

La crise dans la construction est étroitement liée aux difficultés du marché immobilier, découlant en grande partie de la forte hausse des taux d'intérêt. Le nombre de transactions de logements a stagné à un niveau historiquement faible en 2023, surtout en ce qui concerne les appartements neufs (cf. graphique 2.14). Par ailleurs, le taux de vacance de l'immobilier de bureaux est reparti à la hausse²⁰. Un premier signe positif vient des taux hypothécaires qui commencent à baisser (surtout les taux fixes) et des nouveaux crédits immobiliers qui augmentent légèrement au 1^{er} trimestre 2024 (il pourrait pourtant s'agir en large partie de renégociations). On peut s'attendre à une reprise graduelle des nouveaux crédits suite à la baisse des taux directeurs. Cependant, il est probable qu'une reprise des transactions concernerait en premier les logements existants, dont les prix ont bien plus baissé que pour les logements vendus en construction²¹. Ainsi, une reprise sur le marché immobilier n'affectera la construction qu'avec un certain retard. Les autorisations de bâtir devraient ainsi reculer encore en 2024 avant de rebondir en 2025. L'investissement résidentiel diminuerait pourtant sur les deux années (voir ci-après), repoussant une éventuelle sortie de crise pour le secteur.

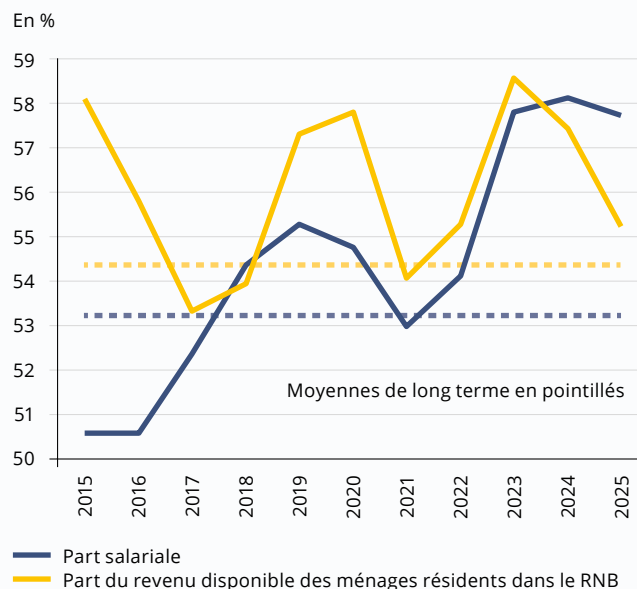
Graphique 2.15

Faible performance des exportations depuis 2022Contributions à la croissance du PIB en vol.
(rapport à la moyenne 1996-2019)

Grille de lecture: Un niveau supérieur à 1 indique une contribution positive et supérieure à la moyenne historique; un chiffre ≤ 0 indique une contribution négative.

Source: STATEC (2024-2025: prévisions)

Graphique 2.16

Une part élevée du revenu national pour les salariés

Source: STATEC (2024-2025: prévisions)

Lent reflux du taux d'épargne, en appui à la consommation des ménages

Comme lors de la crise financière de 2008/2009, depuis 2020, les contributions de la consommation (privée et publique) à la croissance du PIB sont généralement supérieures à leurs valeurs de long terme, tandis que c'est l'inverse pour les exportations, qui freinent ainsi la croissance²².

Le dynamisme de la consommation privée se nourrit principalement de deux éléments:

- Un niveau historiquement élevé de la part salariale (cf. graphique 2.16);
- Des transferts sociaux en expansion rapide (cf. graphique 2.17).

La part des salaires dans la valeur ajoutée nominale est historiquement élevée. Il faut remonter au début des années 80 (dans la foulée de la crise sidérurgique) pour avoir une part salariale dépassant les 58%. Aussi bien le numérateur, avec la multiplication des tranches indiciaires, que la faiblesse du dénominateur²³, y ont contribué. La part salariale a particulièrement augmenté dans les branches marchandes, de 5 à 6 points sur les dernières années, mais pas dans le secteur public, où elle reste néanmoins la plus élevée dans l'absolu, à près de 80%.

La progression des salaires entre 2019 et 2025 augmenterait le revenu disponible (des ménages résidents) de 3 points (cf. graphique 2.16). La hausse des transferts sociaux serait de 6 points sur cette période (cf. graphique 2.17). Le coin fiscal augmenterait (+4 points), ce qui freinerait la croissance du revenu disponible. Cela n'est pas dû aux cotisations, avec leur taux nominal constant, mais à la progressivité de l'impôt. En effet, l'indexation des barèmes d'imposition à l'inflation reste incomplète sur les dernières années, malgré les adaptations effectuées en 2024, de sorte que le taux d'imposition moyen s'accroît.

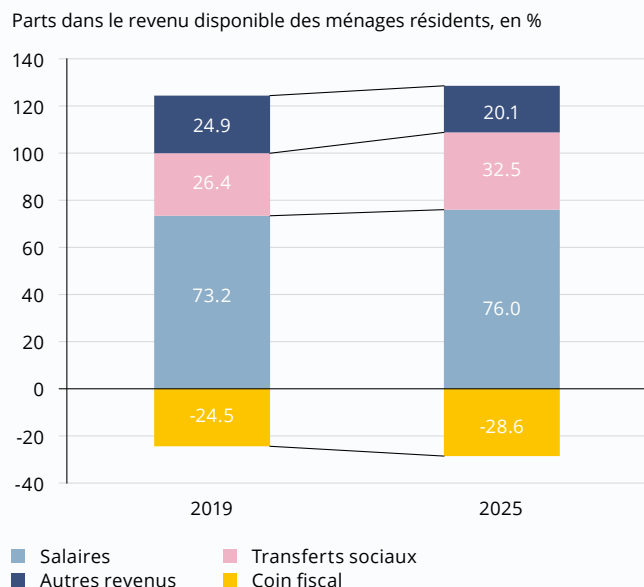
Au final, le STATEC s'attend à ce que la consommation privée progresse de légèrement plus de 2% en 2024, puis accélère à +3% en 2025. Le taux d'épargne, historiquement élevé, refluerait, perdant environ 2 points entre 2023 et 2025. Une baisse plus lente se ferait au détriment de la consommation privée et donc aussi, du moins partiellement, des branches orientées sur la demande intérieure (cf. étude 7.1).

²² Abstraction faite du contenu importé des exportations.

²³ La croissance de la valeur ajoutée nominale n'a jamais été inférieure à 3% depuis 1990, sauf en 2009, alors que, sur les années 2023 et 2024, elle tourne autour de 2.5%.

Graphique 2.17

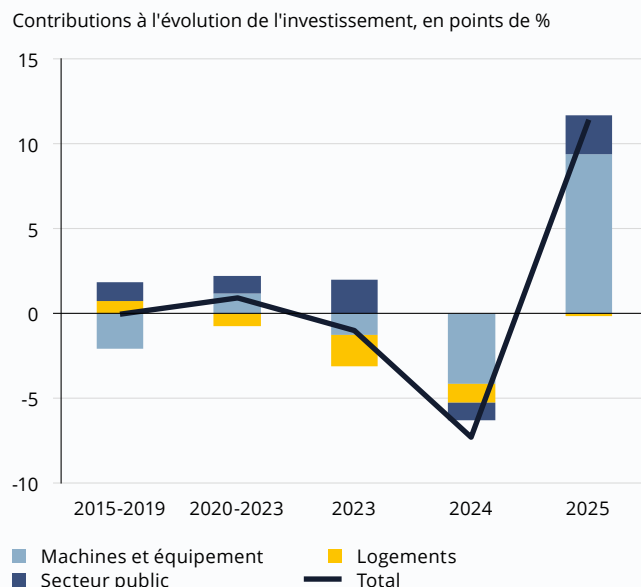
Les salaires et surtout les transferts sociaux à la base du dynamisme du revenu disponible des ménages résidents



Source: STATEC (2024-2025: prévisions)

Graphique 2.18

Vers une baisse marquée de l'investissement en 2024



Source: STATEC (2024-2025: prévisions)

24 Masse salariale + dépenses de consommation intermédiaire + consommation de capital + prestations sociales en nature.

25 Cf. étude 7.2 de cette Note de conjoncture.

26 L'investissement public est décrit dans le chapitre 5.

27 Seule l'industrie manufacturière se démarque de ce point de vue, mais pour cette dernière, des tendances à la délocalisation de la production via le "toll manufacturing" ne sont pas de nature à favoriser l'investissement dans des outils de production au Luxembourg. En revanche, la stabilité depuis 2010 de la part de l'industrie dans la valeur ajoutée totale jouerait plutôt dans le sens d'une stabilisation du taux d'investissement (cette part avait baissé durant des décennies).

28 Les achats de maisons et d'appartements par des institutions publiques ne sont pas comptabilisés dans l'investissement résidentiel des ménages.

29 Précisons que l'investissement résidentiel au sens des comptes nationaux ne concerne que les nouvelles constructions, ou les rénovations majeures. Les transactions sur existant ne comptent pas comme formation brute de capital.

L'investissement comme maillon faible de la demande intérieure

La consommation publique²⁴ tout comme la valeur ajoutée brute non marchande avaient beaucoup progressé ces dernières années, mais une grande partie de ce dynamisme provient des prix et des salaires. Après les fortes hausses de 2021-2023, le STATEC anticipe un certain freinage des dépenses publiques afférentes, non sans lien avec le creusement du déficit public depuis 2020 (cf. chapitre 5).

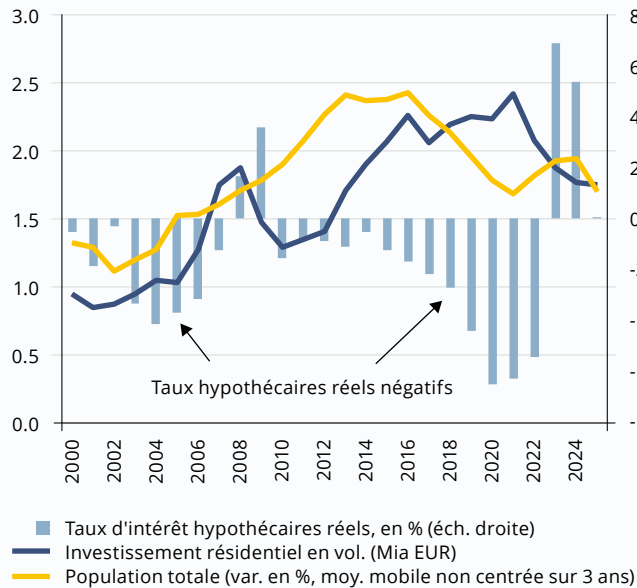
L'investissement est en baisse depuis 2022, malmené par la faiblesse de la demande et la hausse des taux d'intérêt²⁵. L'année 2024 le verrait encore refluer, avec une baisse inédite, car simultanée, de ses trois composantes principales, machines et équipements, non marchand et résidentiel. Toutefois, cette baisse de l'investissement total reste, avec -9% en termes réels, dans les limites des mouvements historiques de cette variable. Le taux d'investissement continuerait ainsi à décroître, et atteindrait, à près de 16.5%, un plancher (un maximum avait été atteint en 2014 à 22%).

L'investissement en machines et équipements est la composante la plus volatile des trois²⁶, et aussi la plus difficile à prévoir. Sa trajectoire est liée à celle de la demande et de la production dans les branches marchandes non financières, qui accusent le coup depuis le Covid (cf. par exemple les services de restauration et d'hôtellerie, la construction). Nombre de branches qui y figurent ont une intensité capitalistique faible²⁷. Après trois années de baisse cumulée de l'ordre de 20%, le STATEC anticipe une forte reprise de l'investissement en machines et équipements en 2025, dans le sillage de la reprise supposée des activités marchandes hors secteur financier.

En revanche, pour ce qui concerne l'investissement résidentiel, le STATEC n'anticipe pas de reprise sur l'horizon de projection²⁸. D'une part, les indicateurs conjoncturels ne pointent pas dans cette direction. D'autre part, la baisse des taux d'intérêt sera modeste dans un premier temps, et la demande, principal déterminant à long terme de l'investissement en logements, aurait du mal à rebondir considérant la faiblesse du marché du travail. Le STATEC anticipe donc une baisse de l'investissement résidentiel de 7% en 2024 et encore de 1% en 2025²⁹.

Graphique 2.19

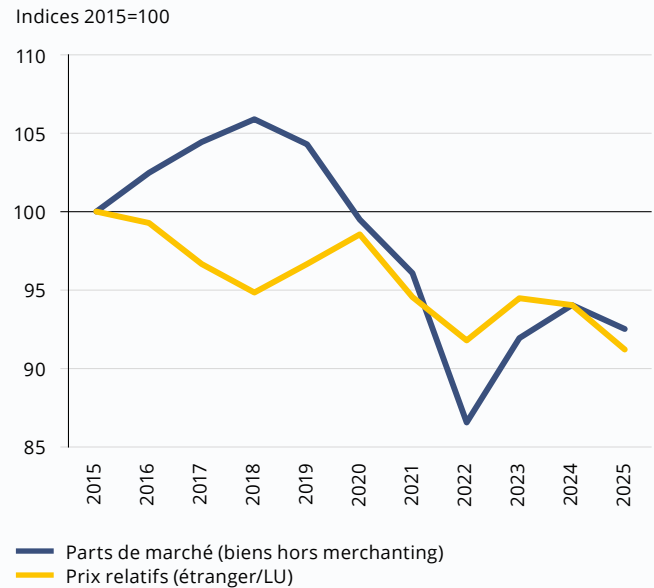
La hausse des taux d'intérêt hypothécaires réels à l'origine du dégonflement de l'investissement résidentiel



Source: STATEC (2024-2025: prévisions)

Graphique 2.20

Baisse des parts de marché des exportations de biens (hors merchanting)



Source: STATEC (2023-2024: prévisions)

Les exportations devraient cesser de décroître

Les exportations du Luxembourg ont baissé en 2022 et 2023 et cette faiblesse est à l'origine de la faible croissance de l'activité. La baisse provient avant tout des exportations de services financiers, les autres services ayant progressé, mais moins qu'en moyenne par le passé. La dynamique des exportations de biens, la plus petite des trois catégories, a peut-être été freinée ces dernières années par une compétitivité-prix défavorable (cf. graphique 2.20).

Sur l'horizon de projection, le STATEC ne prévoit qu'une reprise en demi-teinte des exportations:

- Les services financiers pourraient (à l'instar des biens) connaître des soucis d'ordre structurel, à l'image des ventes de parts d'OPC aux clients étrangers qui n'ont pas profité en 2023 et au début de 2024 du dynamisme des marchés boursiers³⁰; les exportations de services financiers risquent ainsi de ne pas redécoller à court terme;
- Les exportations de services non financiers sont très concentrées (3 produits pour deux tiers du total) et il est difficile de les prévoir, car leur évolution peut dépendre de décisions stratégiques d'entreprises isolées; néanmoins, en lien avec la reprise de la demande étrangère attendue, le STATEC anticipe une reprise des exportations de services non financiers, mais sur une dynamique plus faible que par le passé (+5% en moyenne par an sur 2024 et 2025 contre un peu moins de +10% par an auparavant).

Après quatre années de baisse, les exportations de biens *hors merchanting*³¹ avaient renoué avec la croissance en 2023, un peu à contre-courant (cf. baisse de la demande étrangère de 5%). 2024 devrait encore enregistrer une hausse (+3%), mais inférieure à la progression de la demande étrangère (+4.8%), ceci alors que les prix domestiques progresseraient plus que les prix étrangers (différentiel cumulé prévu de plus de 3 points de % d'ici 2025)³².

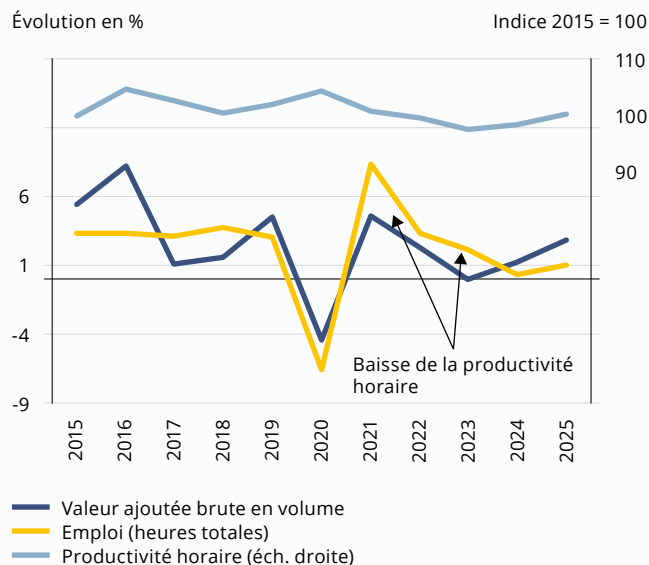
³⁰ Cf. étude 7.1. Par le passé, les ventes de parts d'OPC luxembourgeois étaient corrélées positivement aux marchés: lorsque les indices progressaient, les ventes augmentaient aussi, net des effets de prix.

³¹ Le négoce international de biens, ou "merchanting", désigne l'achat de biens par un résident à un non-résident, suivi de la revente de ces mêmes biens à un autre non-résident. À aucun moment les biens ne traversent le territoire du négociant. En 2014, le merchanting représentait 30% des exportations de biens du Luxembourg. En 2023, la part est retombée à 9% environ. En raison de l'influence de certaines entreprises isolées, les exportations de biens sont modélisées hors merchanting. Le niveau du merchanting est supposé constant sur l'horizon de prévision (hypothèse technique).

³² L'élasticité-prix estimée est de -0.5, donc un excès de croissance des prix domestiques de 1%, par rapport aux prix étrangers, entraînerait une baisse des exportations en volume de 0.5%.

Graphique 2.21

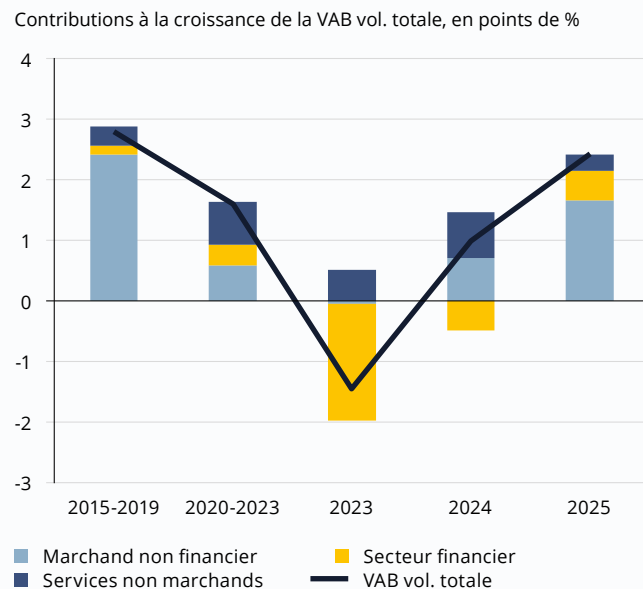
Un prochain revirement de la tendance décroissante de la productivité*?



* Branches marchandes, hors secteur financier
Source: STATEC (2024-2025: prévisions)

Graphique 2.22

Le secteur financier n'afficherait une croissance annuelle qu'en 2025



Source: STATEC (2024-2025: prévisions)

33 Une baisse de la productivité horaire est vue comme un des signes de rétention de main-d'œuvre. Cf.: "Vulnerabilities of the labour market: A new survey-based measure of labour hoarding in the EU" (<https://cepr.org/voxeu/columns/vulnerabilities-labour-market-new-survey-based-measure-labour-hoarding-eu>).

34 Vu l'ouverture de son marché du travail, le Luxembourg a besoin d'un seuil de croissance de l'emploi intérieur relativement élevé pour limiter ou faire baisser le chômage.

La rétention de main-d'œuvre à l'origine de la baisse de la productivité?

L'activité dans les branches marchandes non financières est étroitement corrélée au PIB de la zone euro. Après une stagnation en 2023, une légère reprise est prévue en 2024 (+1.2%), suivie d'un rebond plus fort en 2025 (+2.8%). Mais le différentiel de croissance (positif) en faveur du Luxembourg serait moindre que par le passé (+0.6 point de % par an en moyenne contre +2 points de % entre 2010 et 2019).

Dans ces branches, face au ralentissement de l'activité, l'emploi avait plutôt bien résisté ces dernières années, et la durée moyenne de travail avait même légèrement augmenté. Il s'ensuit une baisse de la productivité (horaire), cette dernière ayant culminé en 2020, puis baissé de 6.5% depuis, signe sans doute d'une certaine rétention de main-d'œuvre ("labour hoarding"³³, cf. graphique 2.21). Une baisse durable de la productivité horaire du travail étant peu probable, le STATEC en anticipe un rebond en 2024 (+0.9%) et surtout en 2025 (+1.8%). Il s'ensuit une évolution prévue de l'emploi assez modérée et aussi, en conséquence, une poursuite de la hausse du chômage sur toute la période, ces branches comptant pour 75% environ de l'emploi total³⁴. Des trajectoires alternatives de la productivité sont examinées dans l'étude 7.1 de cette Note de conjoncture.

L'activité devrait encore baisser dans le secteur financier dans son ensemble en 2024. Le chiffre annuel prévu (-2%) y resterait plombé par le fort recul de l'activité en 2023 (-7%), mais la légère reprise au 1^{er} trimestre 2024 est un signe encourageant. L'emploi ralentirait toutefois progressivement, passant de +3.3% en 2023 à +1.3% en 2025. Les analyses du STATEC montrent qu'à long terme, les profits (nominaux, issus des comptes d'entreprises) influencent beaucoup moins l'évolution de l'emploi que la valeur ajoutée en volume (issue de la comptabilité nationale). De ce fait, les trois années de baisse de l'activité à l'image de la VAB en volume expliquent le ralentissement observé et projeté de l'emploi. Par le passé, lors de phases de fort ralentissement ou de baisse de l'activité dans le secteur financier, l'emploi y avait bel et bien accusé le coup (2003, 2009/2010).

Tableau 2.3

Principales évolutions macroéconomiques

	Scénario central				Taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps ¹		Les banques centrales clament victoire sur l'inflation ²	
	1995-2023	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
Principaux agrégats								
PIB valeur (mia EUR)	.	79.31	81.81	86.98	80.91	82.32	82.33	87.85
Idem, évolution en %	6.1	2.3	3.1	6.3	2.0	1.7	3.8	6.7
RNB (mia EUR)	.	52.88	56.00	60.64	55.24	57.73	56.27	61.28
Idem, évolution en %	4.9	1.3	5.9	8.3	4.5	4.5	6.4	8.9
PIB potentiel (vol.) ³	3.1	2.2	2.4	2.5	2.4	2.5	2.4	2.5
Écart de production (% du PIB pot.) ³	-0.1	-1.8	-2.6	-2.2	-3.8	-5.8	-2.1	-1.3
PIB vol.	3.0	-1.1	1.5	3.0	0.3	0.4	2.0	3.4
Emploi total intérieur	3.1	2.2	1.3	1.7	0.8	0.4	1.5	2.0
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4.6	5.2	5.8	5.9	6.0	6.5	5.7	5.8
Indice des prix à la consommation (IPCN)	2.0	3.7	2.3	2.6	2.6	2.2	2.1	2.6
Échelle mobile des salaires	2.0	5.7	2.9	2.5	3.1	2.3	2.7	2.3
Coût salarial moyen	2.8	7.3	2.6	3.6	2.5	2.5	2.4	3.5
Émissions de gaz à effet de serre ⁴	-2.2	-1.0	-3.6	-3.7	-3.9	-5.7	-3.4	-3.1
Finances publiques								
Recettes totales	6.3	10.1	4.0	6.0	3.4	3.4	4.2	6.4
<i>Dont: impôts</i>	6.5	9.9	4.0	6.4	3.3	3.6	4.3	6.8
Dépenses	6.6	12.2	4.8	6.1	5.0	5.9	4.6	5.9
Solde public (% du PIB)	1.4	-1.3	-1.7	-1.7	-2.0	-3.3	-1.5	-1.2

¹ Dans ce scénario défavorable, différents facteurs déclenchent une hausse des taux d'intérêt (e.a.: perturbations du transport maritime international, escalade des tensions militaires entre le Hamas et Israël). Pour un descriptif précis, cf. étude 7.1. ² Dans ce scénario favorable, les pressions inflationnistes continueraient à refluer, ce qui engendrerait un relâchement de la politique monétaire plus fort que dans le scénario central. Pour un descriptif précis, cf. étude 7.1. ³ Pas de différence entre les différents scénarios pour la croissance potentielle. ⁴ Évolution annuelle moyenne 2005-2023; 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 (2024-2025: prévisions)

Des risques divers et sans doute mieux équilibrés qu'en 2023

35 Pour plus de détails, cf. étude 7.1.

Dans cette Note de conjoncture, l'analyse des risques trouve une place plus large qu'habituellement (cf. étude 7.1). À côté des risques liés à l'environnement international, véhiculés par les scénarios d'Oxford Economics, des risques plus spécifiquement domestiques y sont approfondis.

Sur le plan international, les scénarios alternatifs retenus traitent de l'incertitude entourant l'inflation et la politique monétaire de la BCE. En dépit de la première baisse des taux par la BCE début juin, leur trajectoire par la suite reste incertaine, surtout sur 2025.

Oxford Economics a simulé deux scénarios alternatifs, avec d'un côté une inflation plus faible que prévu, et de l'autre, plus élevée³⁵. Sans entrer dans les détails économiques, qui sont décrits dans l'étude mentionnée, mettons en avant la fourchette assez large que dessinent ces scénarios autour du PIB en volume (0.3-2% en 2024; 0.4-3.4% en 2025) et de l'emploi (0.8-1.5% resp. 0.4-2.0%).

Les risques domestiques touchent aux variables suivantes (direction du choc simulé entre parenthèses): productivité (évolution moins favorable), taux d'épargne (baisse moins rapide), durée de travail (baisse moins forte) et PIB potentiel (croissance moins élevée). Encore une fois, sans développer les mécanismes économiques sous-jacents, les fourchettes qui en résultent sont les suivantes:

- PIB en volume (2024 puis 2025): 1.3-1.6% puis 2.8-3.0%;
- Emploi: 0.8-1.5% puis 1.3-1.9%.

Les fourchettes issues de ces risques domestiques sont plutôt étroites (surtout sur le PIB en volume), contrairement aux scénarios simulés sur les variables internationales. Cela tient au fait que les déviations sur les trajectoires alternatives ont été choisies délibérément de façon à avoir une probabilité de réalisation encore élevée. Toutefois, deux scénarios sur l'évolution des fonds d'investissement au Luxembourg aboutissent à une fourchette de croissance du PIB en vol. en 2024 comprise entre 0.9% et 1.8%. Par ailleurs, cette analyse est loin d'être complète (les risques géopolitiques par exemple n'y sont représentés que de manière indirecte).