

7.1

Prévisions macroéconomiques: entre risques domestiques et extérieurs

L'analyse des risques fait partie intégrante du processus d'établissement des prévisions économiques du STATEC. Le scénario central, jugé le plus probable, est ainsi accompagné de trajectoires alternatives, basées sur des scénarios internationaux divergents. Quant aux incertitudes de nature domestique, elles peuvent être quantifiées par les révisions passées des données de comptabilité nationale, par des modèles de prévisions alternatifs, ou encore par une analyse de sensibilité sur certaines hypothèses.

L'année 2024, considérée comme une année de sortie de crise, est tout de même marquée par une incertitude particulièrement élevée autour de la croissance du PIB et de l'emploi. Les risques ne se limitent pas au seul secteur financier, mais ils y sont particulièrement élevés. Si les modèles identifient davantage de risques négatifs, la révision future des données représente un risque positif. Cette étude permet de quantifier les différentes incertitudes en proposant des fourchettes autour de la prévision centrale.

Introduction

L'établissement d'une prévision macroéconomique est par nature un exercice incertain. L'incertitude qui entoure les chiffres publiés peut être quantifiée, moyennant différentes techniques statistiques ou par l'analyse des principaux risques économiques.

La prévision publiée *in fine* véhicule souvent un (faux) sentiment de certitude, par le fait qu'elle se borne à montrer un chiffre unique plutôt qu'un intervalle ou une autre grandeur traduisant l'incertitude.

Le Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), dans une étude de 2008¹, avait mis en avant quatre sources d'incertitude affectant la prévision avant de conclure que l'incertitude des prévisions à court terme provenait avant tout des variables exogènes et du caractère provisoire des données².

Le STATEC, dans un document de travail datant de 2019³, s'était focalisé sur des techniques économétriques permettant d'évaluer des intervalles de confiance autour de la prévision. L'auteur avait mentionné e.a. que les révisions de données étaient substantielles dans le cas du Luxembourg⁴.

1 Debby Lanser and Henk Kranendonk (2008): "Investigating uncertainty in macroeconomic forecasts by stochastic simulation"; CPB Discussion Paper no. 112, September 2008.

2 "[...] provisional data, exogenous variables, model parameters and residuals of behavioural equations. We apply a Monte Carlo simulation technique to calculate standard errors for the short-term and medium-term horizon for GDP and eight other macroeconomic variables. The results demonstrate that the main contribution to the total variance of a medium-term forecast, emanates from the uncertainty in the exogenous variables. For the short-term forecast both exogenous variables and provisional data are most relevant."

3 Serguei Kaniovski (2019): "Probability Intervals for STATEC Forecasts"; Économie et statistiques n° 107/2019.

4 "The present project estimates uncertainty intervals for the forecasts of the Luxembourg economy published by STATEC. This is accomplished using a parametric model of the multivariate distribution of forecast errors that covers a series of forecasts for several macroeconomic variables. The parametric model of a multivariate distribution accommodates asymmetry and correlation between forecast errors made at different times and for different variables. The analysis pays special attention to the role of data revisions, which can be substantial in the case of Luxembourg."

Dans cette étude, certaines des sources d'incertitude, mentionnées dans l'une ou l'autre des deux publications, seront abordées:

- Le caractère provisoire des données (des comptes nationaux), se traduisant par des révisions futures pouvant invalider le message quantitatif (voire qualitatif) de la prévision;
- Les hypothèses exogènes, ayant notamment trait à l'environnement international;
- Les résidus des équations de comportement du modèle utilisé pour établir la prévision, qui traduisent souvent des hypothèses affectant les principales variables modélisées de façon endogène (donc ayant trait au Luxembourg).

La méthodologie sous-jacente à la quantification des différentes sources d'incertitude diffère toutefois des deux publications mentionnées dans la mesure où le point de départ de cette étude est une réflexion économique sur l'origine probable de l'incertitude. Cette dernière est alors quantifiée à l'aide de calculs et de simulations facilement traçables.

Sur fond de multiplication des crises depuis 2020, la première partie dresse l'inventaire des quatre phases de recul de l'activité au Luxembourg, en démarrant avec la Grande Récession de 2008/2009. L'idée est de déterminer s'il existe un parallèle entre les différentes sorties de crise, qui puisse guider la prévision dans la situation actuelle (cf. récession en 2023 et reprise probable en 2024).

La deuxième partie aborde les incertitudes autour de l'activité du secteur financier. Elles sont tout aussi bien liées aux révisions des données du passé (qui peuvent changer l'acquis de croissance sur le PIB en volume) qu'aux prévisions trimestrielles, qui déterminent la prévision de l'année en cours.

Les risques en lien avec l'environnement international sont quantifiés à l'aide de deux scénarios, obtenus comme à l'accoutumée auprès d'Oxford Economics.

Dans la dernière partie, quatre risques économiques ayant trait à l'économie luxembourgeoise sont mis en avant. Ils découlent de l'analyse ayant accompagné l'établissement de la prévision et sont quantifiés à l'aide du modèle macroéconomique Modux.

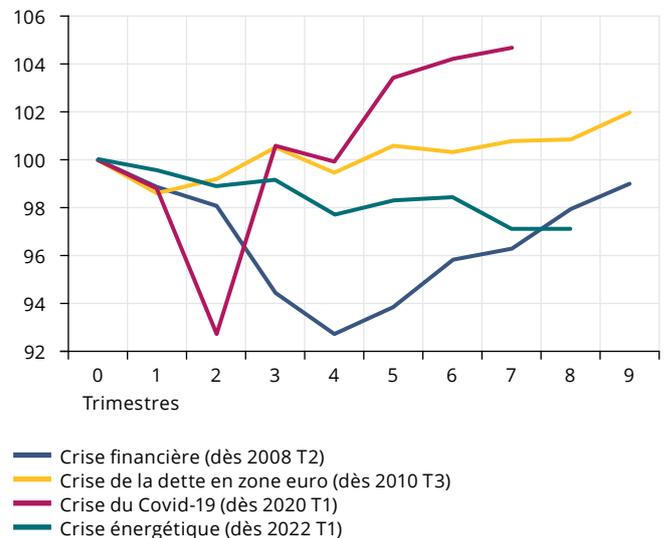
Les crises du passé sont-elles utiles pour dessiner un chemin de sortie de récession?

La question analytique est de savoir si les récessions⁵ survenues dans la zone euro, avec leurs conséquences sur l'activité au Luxembourg, montrent des profils temporels similaires de baisse puis de reprise de l'activité. Si tel était le cas, le chemin de sortie de crise observé par le passé pourrait éventuellement être extrapolé à la situation actuelle, marquée notamment par un recul de l'activité en 2023 (-1.1% au Luxembourg).

Graphique A

Des crises avec des profils trimestriels très différents

PIB en volume, dernier trimestre pré-crise = 100



Source: STATEC

⁵ La définition commune d'une récession est une baisse du PIB en volume désaisonnalisé sur au moins deux trimestres consécutifs (que l'on appelle aussi "récession technique"). Un recul du PIB annuel doit également être qualifié de récession, même si une telle baisse annuelle ne doit pas forcément s'accompagner d'une récession technique au cours de cette année.

Les crises sont prises en compte à partir de 2005, car l'élaboration des comptes nationaux trimestriels a débuté à ce moment. Au total, on dénombre ainsi quatre phases récessives de l'activité en zone euro, ayant des impacts plus ou moins forts au Luxembourg:

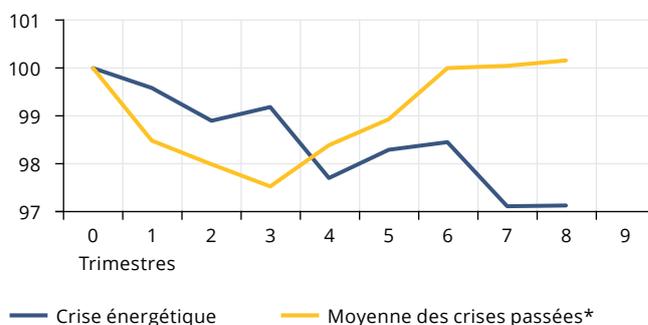
- La crise financière, encore appelée Grande Récession, a commencé au Luxembourg au 2^e trimestre 2008 et le PIB en volume y a baissé sur quatre trimestres consécutifs avant de repartir à la hausse (sur cinq trimestres). La baisse totale de l'activité fut de 7.3%, soit de même ampleur que lors de la crise du Covid-19, mais elle s'est davantage étalée dans le temps;
- La crise de la dette en zone euro (2010 T3-2011 T4) n'a pas vraiment débouché sur une récession au Luxembourg: il n'y a pas eu de baisse du PIB en volume en moyenne annuelle, ni de baisse de l'activité trimestrielle sur deux trimestres consécutifs. Il y a néanmoins eu des replis de l'activité isolés sur cette période, mais toujours suivis par un rebond immédiat. Il semble toutefois pertinent d'inclure cette période dans l'analyse, car les chiffres du PIB désaisonnalisés sont notoirement volatils au Luxembourg et l'activité a nettement reculé en zone euro⁶;
- La crise du Covid-19 a été brève au Luxembourg, avec une reprise très dynamique (l'activité repassant rapidement au-dessus de son niveau pré-crise);
- La crise énergétique a démarré au 1^{er} semestre 2022 avec la guerre en Ukraine, entraînant une légère récession au Grand-Duché (-1% environ); depuis, la forte hausse des taux d'intérêt directs a été accompagnée par des baisses assez marquées de l'activité qui alternent avec de légères hausses de sorte que jusqu'à la fin de 2023, l'activité demeure sur une tendance de repli au Luxembourg⁷.

En indexant le PIB chaque fois à 100 sur le dernier trimestre pré-récession, et en prenant la moyenne des trois premières crises, on peut établir une sorte de profil temporel d'une récession type. Lors de celle-ci, sur base d'une trajectoire lissée (moyenne mobile centrée sur 3 trimestres), la baisse totale "peak-to-trough" de l'activité serait de 2.5%, et le plancher de l'activité serait atteint après 3 trimestres. Le rythme trimestriel moyen de la baisse serait ainsi de -0.8%. L'économie sortirait ensuite de la crise à peu près au même rythme, c.-à-d. avec une hausse trimestrielle moyenne de 0.8% aussi. Après trois trimestres de rebond, la vitesse d'expansion se modérerait à nouveau.

Graphique B

La crise actuelle plus longue que les précédentes

PIB en volume, dernier trimestre pré-crise = 100



* Moyenne des crises financières, de la dette en zone euro et de la crise Covid-19 (moyenne mobile centrée sur 3 trimestres).
Source: STATEC

⁶ En zone euro, le PIB en vol. a baissé en 2012 et 2013, de légèrement plus de 1%. Au Luxembourg, les deux années faibles (sur base des données annuelles du PIB) ont été 2011 et 2012, avec une hausse totale de l'activité de légèrement plus de 2.5%, soit moitié moins que la croissance potentielle. La faiblesse de l'activité au Luxembourg s'est notamment fait sentir au niveau des exportations de services: les services financiers ont baissé en 2012 mais aussi en 2013, de 1%, tandis que les services non financiers ont évolué clairement en deçà de leur rythme tendanciel. Pour la demande intérieure, 2013 a été celle qui a été marquée par les hausses les plus faibles (+0.8% pour la consommation privée; +0.6% pour l'investissement), mais il n'y a pas eu de recul général de la demande intérieure, avec notamment une très bonne tenue de la consommation publique. La grande différence avec la récession de 2008/2009 est constituée par les services financiers qui y avaient encaissé une baisse de près de 12%.

⁷ À noter qu'à côté de l'effet récessif généré par l'envolée brutale de l'inflation, via les prix de l'énergie, est venue s'ajouter, à partir de la deuxième moitié de 2022, une hausse (sans précédent) des taux d'intérêt. En impactant la demande et donc l'activité à la baisse, les autorités monétaires visent à reprendre le contrôle de l'inflation. Dans ce sens, il est peu surprenant que la récession actuelle soit plus longue que les trois précédentes. Il s'agit en fait d'une double crise: d'abord énergétique, ensuite de demande. D'autre part, le rythme baissier est bien plus modéré qu'en moyenne lors des crises précédentes.

Tableau A

Révisions des variations annuelles de la VAB en volume du secteur financier en points de %

	1 ^{re} révision	2 ^e révision	3 ^e révision	4 ^e révision	5 ^e révision	Révision totale
Révision absolue	2.5	1.8	1.3	1.0	0.3	3.4
Révision moyenne	-0.4	1.4	0.8	0.1	-0.3	0.6
Révision moyenne si variation < 0 pour 1 ^{re} estimation	0.1	1.1	-0.1	-0.1	-0.4	1.3
Révision moyenne si variation > 0 pour 1 ^{re} estimation	-1.3	1.8	2.8	0.3	-0.3	-0.7

Note: Révisions lors des campagnes annuelles de 2009 à 2023. La révision totale est la différence entre le taux de variation annuel observé en mars 2024 pour chaque année et la première estimation de chaque année. La révision absolue mesure l'ampleur des révisions, tandis que la révision moyenne mesure le biais.

Source: STATEC

Peut-on extrapoler ce profil de reprise type à la sortie de crise actuelle? À la clôture de rédaction de cette étude (soit à la mi-mai), certains indicateurs précurseurs d'activité pointaient effectivement une reprise dès le 1^{er} trimestre 2024, avec notamment déjà une hausse du PIB en zone euro de 0.3%⁸. Par ailleurs, les modèles trimestriels du STATEC confirment ce point de retournement en indiquant une fourchette de croissance positive sur la première moitié de 2024. Sur base des seules trajectoires passées de sortie de crise, l'activité pourrait croître de 0.8% en T1 et T2, ce qui porterait l'acquis de croissance de -0.6% à la fin du T4 2023 et à +0.8% à l'issue du premier semestre 2024.

Par rapport aux crises précédentes, la crise actuelle a impacté l'activité moins brutalement mais sur une période plus longue. De manière plus générale, force est de constater que les quatre crises examinées sont très différentes. À la fois pour ce qui est de leur origine que du sentier tracé par l'activité, à la baisse comme à la hausse. D'autres aspects n'ont pas été abordés ici, comme le soutien généré par les mesures publiques. Inférer du chemin de reprise moyen observé au cours du passé ne peut pas servir de guide pour la prévision, et le focus doit être mis sur les circonstances spécifiques à chaque crise.

Incertitudes sur la reprise du secteur financier

Les incertitudes sur le secteur financier concernent d'un côté les révisions des données du passé et, de l'autre, les perspectives sur l'évolution conjoncturelle au début de 2024. De par son poids dans l'économie, le secteur financier mérite de s'y attarder sous de nombreux angles, en particulier celui de l'incertitude statistique et prévisionnelle.

La valeur ajoutée du secteur financier pourrait être revue à la hausse

Les premières estimations des comptes nationaux sur la valeur ajoutée brute (VAB) du secteur financier se basent sur des données incomplètes et sont ainsi partiellement estimées. Au fur et à mesure des campagnes annuelles suivantes, les données manquantes sur les actifs et les profits et pertes des sociétés financières sont intégrées, certaines sont corrigées et les méthodes de comptabilité peuvent également être revues. Les révisions sont encore significatives cinq années après la première estimation.

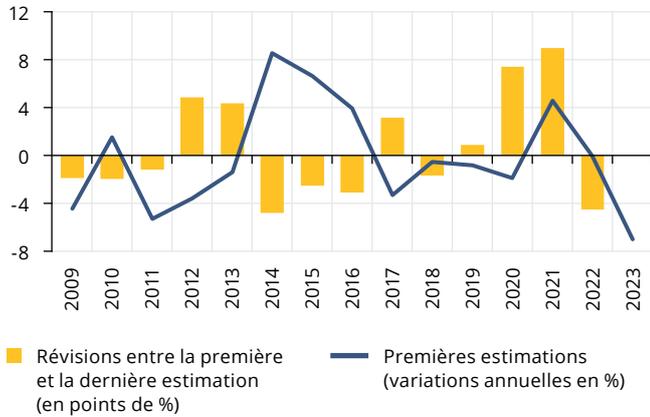
Entre 2009 et 2023, les estimations de la VAB en volume du secteur financier ont plutôt été révisées à la hausse (+0.6 point de % de croissance annuelle, cf. tableau A). Les premières estimations ayant une variation annuelle négative ont finalement été revues à la hausse de 1.3 point de % en moyenne. Cela suggère que la forte baisse de la VAB en volume du secteur financier observée en 2023 (-7.0%) et l'acquis de croissance négatif pour 2024 (-4.0%) pourraient être revus à la hausse lors des prochaines campagnes annuelles des comptes nationaux⁹.

8 Première estimation publiée le 30 avril, celle relative au PIB trimestriel du Luxembourg étant prévue le 7 juin.

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

Graphique C

Révisions de la VAB en volume du secteur financier



Source: STATEC (dernière estimation: mars 2024)

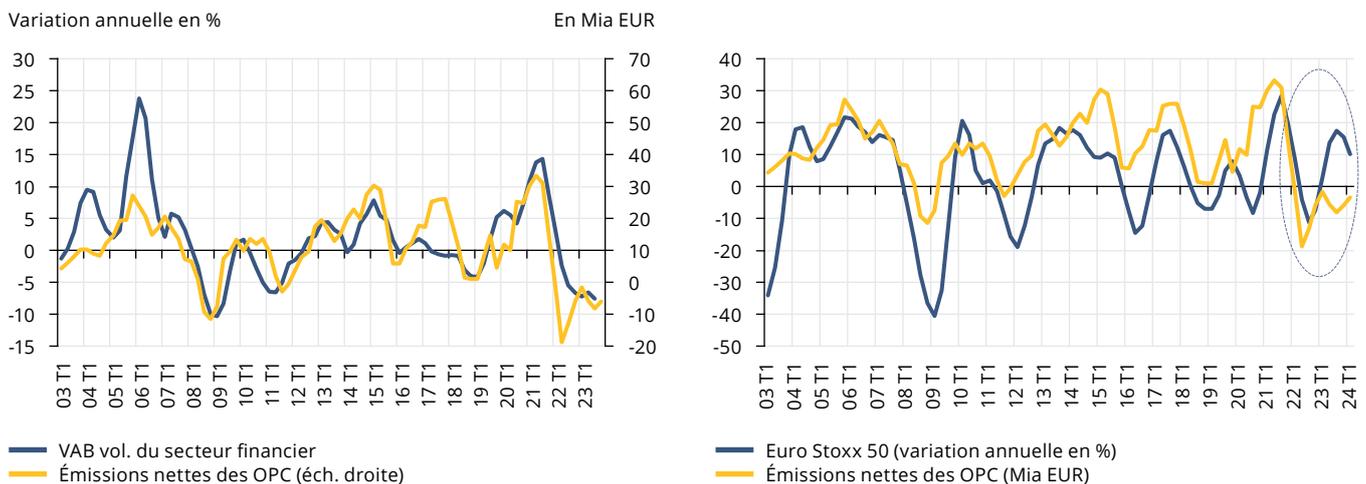
Des incertitudes à court terme sur les évolutions des organismes de placement collectifs

Le secteur financier compte pour près de 25% de la valeur ajoutée totale et pour la moitié des exportations au Luxembourg. Plus de la moitié de la valeur ajoutée du secteur financier et trois quarts des exportations de services financiers sont directement ou indirectement liés aux organismes de placement collectif (OPC)¹⁰. Les hypothèses d'évolutions de ces derniers sont donc déterminantes pour prévoir l'activité du secteur financier à court terme. Les actifs des OPC varient en fonction des valorisations de marché (effets prix) et des émissions nettes (effets volume). Pour prévoir la VAB en volume du secteur financier, on prend en compte les émissions nettes.

Ces dernières sont négatives depuis le début de 2022. Elles suivent habituellement les tendances de l'Euro Stoxx 50, mais alors que ce dernier est reparti à la hausse en 2023 et au 1^{er} trimestre 2024, les émissions nettes sont restées négatives (-165 Mia EUR en 2022, -66 Mia EUR en 2023, -2 Mia en 2024 T1). La question est de savoir si les émissions nettes demeureront faibles sur les prochains trimestres ou si elles vont repartir à la hausse et soutenir ainsi l'activité du secteur financier au Luxembourg.

Graphique D

Émissions nettes des OPC vs VAB du secteur financier et Euro Stoxx 50

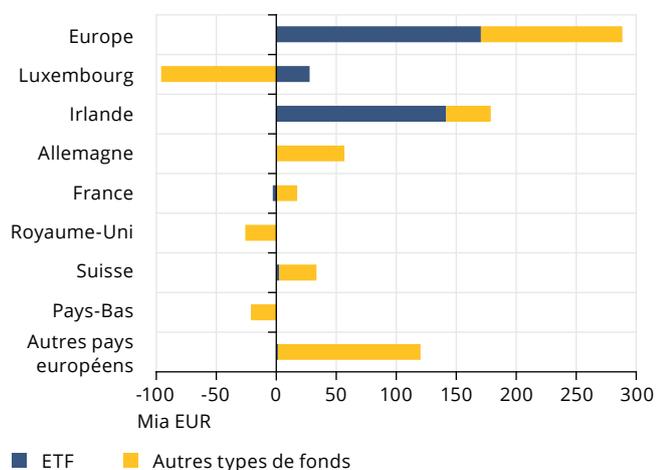


Sources: STATEC, CSSF (moyennes mobiles centrées sur 3 trimestres)

¹⁰ Pour la valeur ajoutée, on prend en compte les activités des OPC, des auxiliaires financiers et des banques dépositaires.

Graphique E

Émissions nettes des OPC en 2023



Source: EFAMA

En Europe, les émissions nettes sont bien réparties à la hausse en 2023 (+300 Mia EUR, après -280 Mia EUR en 2022), plus de la moitié de la progression s'expliquant par les ETF (Exchange-Traded Fund ou Fonds Négociés en Bourse). Ces ETF sont des instruments financiers qui suivent l'évolution d'indices boursiers (ETF passifs) ou qui cherchent à surpasser l'indice de référence par une sélection de titres ou secteurs (ETF actifs). L'une des particularités des ETF est leur liquidité¹¹ et leur coût plus avantageux. Aux États-Unis, la tendance a été à la conversion de fonds commun de placement en ETF. L'Irlande s'est solidement positionnée en tant que plus grand domicile d'ETF internationaux depuis l'introduction de l'Irish Collective Asset-management Vehicle (ICAV) au début de 2015, qui apporte des avantages fiscaux pour les investisseurs américains, mais aussi pour tous les investissements sur les instruments financiers américains¹².

Les ETF domiciliés en Irlande ont atteint 1 114 Mia EUR à la fin de 2023, soit 70% des ETF domiciliés en Europe et trois fois plus qu'au Luxembourg. Avec la remontée des taux directeurs, les investisseurs ont réalloué leurs portefeuilles et placé leur épargne vers des instruments plus liquides et plus rentables comme les ETF (+260 Mia EUR d'émissions nettes en Europe en 2022 et 2023), les fonds monétaires (+315 Mia EUR) et les dépôts à terme (+1 370 Mia EUR en zone euro). Il reste à savoir si la baisse des taux attendue au 2^e semestre profitera aux autres types de fonds et surtout si les émissions nettes dans les fonds domiciliés au Luxembourg repartiront à la hausse.

Pour simuler l'impact des OPC sur la croissance de l'économie luxembourgeoise, le STATEC considère deux scénarios (toutes choses égales par ailleurs):

- Le scénario haut suppose que les émissions nettes des OPC des 2^e, 3^e et 4^e trimestres 2024 retrouvent un niveau élevé (+29 Mia EUR/trimestre, soit le 90^e percentile observé sur les données de 2007 à 2023).
- Le scénario bas suppose que les émissions nettes des 2^e, 3^e et 4^e trimestres 2024 demeureront faibles (-10 Mia EUR/trimestre, soit le 10^e percentile).

En tant que fondement de la simulation, trois modèles de court terme sont estimés, parmi lesquels un modèle se concentrant sur la croissance de la VAB totale en volume (de toutes les branches) et deux modèles portant sur la croissance de la VAB du secteur financier. Le modèle concernant la VAB totale intègre les émissions nettes des OPC, le PIB de la zone euro, le taux d'intérêt à court terme et l'indicateur conjoncturel «Eurocoin». Bien que le STATEC dispose d'autres modèles de prévision pour la VAB totale, ceux-ci ne reposent pas sur les émissions nettes des OPC et sont donc exclus de cette étude.

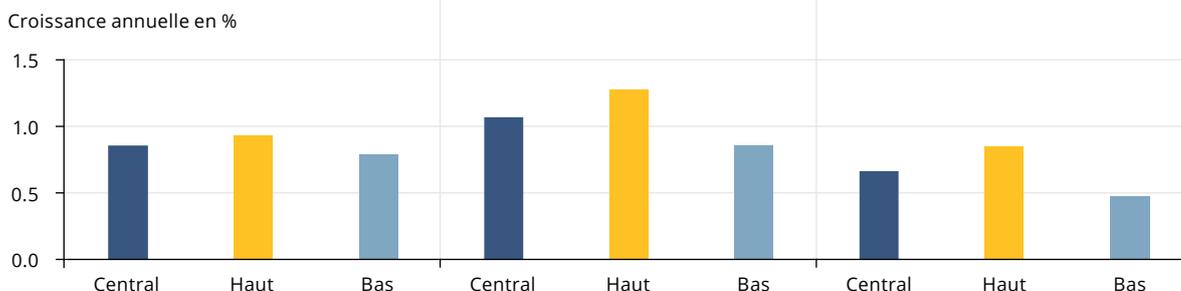
11 Contrairement aux fonds d'investissement traditionnels qui sont négociés une fois par jour, ces fonds peuvent être achetés ou vendus à tout moment pendant les heures d'ouverture de la bourse, comme une action.

12 Les ETF d'actions américaines domiciliés en Irlande sont soumis à un taux d'imposition à la source de 15% sur les dividendes, contre 30% pour les ETF domiciliés au Luxembourg ou dans d'autres pays européens.

Graphique F

Prévisions de la VAB totale en 2024 selon les hypothèses d'évolution à court terme des OPC

Cible	VAB secteur financier + VAB autre						VAB totale		
	Économique			Meilleur ajustement			Meilleur ajustement		
Modèle	Central	Haut	Bas	Central	Haut	Bas	Central	Haut	Bas
Scénario	Central	Haut	Bas	Central	Haut	Bas	Central	Haut	Bas
2024	0.86	0.93	0.79	1.07	1.28	0.86	0.66	0.85	0.48



Note: Le scénario central est la moyenne de la croissance prévue par le scénario haut et le scénario bas pour chaque modèle.
Source: STATEC

Concernant la VAB du secteur financier, le STATEC utilise un premier modèle basé sur des variables économiques (modèle dit "économique" dans le [graphique F](#)) qui décrivent spécifiquement ce secteur, telles que les émissions nettes des OPC, les taux d'intérêt à long terme, l'indice Euro Stoxx 50 et la VAB du secteur financier décalée d'un trimestre. Le deuxième modèle est basé sur les variables offrant le meilleur ajustement, incluant les émissions nettes des OPC, le taux d'épargne de la zone euro, le PIB des États-Unis et un terme autorégressif d'ordre 1. Pour estimer leur impact sur la VAB totale, il est nécessaire d'additionner la valeur ajoutée brute financière et la valeur ajoutée brute non financière. Cette dernière est issue d'un troisième ensemble d'équations trimestrielles visant la croissance de la VAB non financière, mais ne dépendant pas des OPC. Selon ces équations, on s'attend à une croissance annuelle moyenne de 1.9% pour la VAB non financière en 2024.

Pour 2024, la variation annuelle de la VAB en volume du secteur financier serait comprise entre -2.2% (scénario bas) et -0.3% (scénario haut), toutes variantes confondues. Une fourchette d'environ 2 points de pourcentage met en évidence l'impact significatif des émissions des OPC sur la VAB du secteur financier. Malgré des taux de croissance trimestriels nettement positifs, un acquis de croissance de -4%, basé sur les premières estimations des comptes nationaux pour 2023, pèse sur les perspectives d'ensemble de 2024. En conséquence, la croissance de la VAB totale en volume serait comprise entre +0.5% (scénario bas) et +1.3% (scénario haut) toutes variantes confondues (cf. [graphique F](#)).

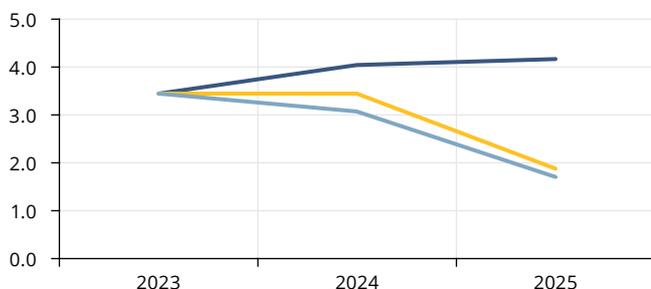
La croissance du PIB en volume serait plus élevée que celle de la VAB totale en volume (d'environ +0.4 point de %), car elle intègre les impôts sur la production et les subventions. Par conséquent, ces modèles indiquent une croissance du PIB en volume comprise entre 0.9% et 1.8%, plaçant ainsi la prévision centrale du STATEC (+1.5% pour 2024) dans la partie supérieure de cette fourchette.

Graphique G

Scénarios sur les taux d'intérêt et impacts sur le PIB au Luxembourg

Taux d'intérêt à court terme

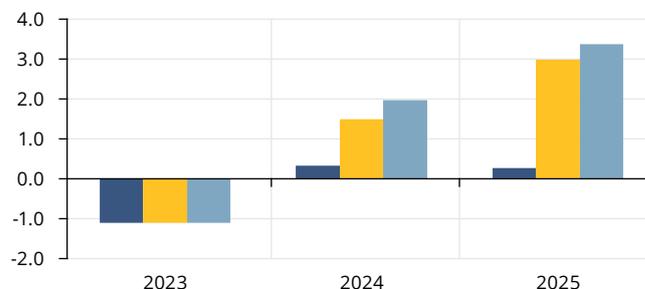
En %



■ Taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps
 ■ Scénario central
 ■ Les banques centrales clament victoire sur l'inflation

PIB en volume

Évolution en %



■ Taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps
 ■ Scénario central
 ■ Les banques centrales clament victoire sur l'inflation

Sources: Oxford Economics, STATEC

Des risques asymétriques sur les taux d'intérêt

Les scénarios économiques élaborés par Oxford Economics (OE) permettent de quantifier les risques internationaux et leurs répercussions potentielles sur l'économie luxembourgeoise. Comme depuis un certain moment, les scénarios les plus intéressants traitent de l'incertitude entourant l'inflation et la politique monétaire de la BCE. Les scénarios repris ici ont été élaborés à la fin du premier trimestre, lorsque l'incertitude sur les taux d'intérêt était encore plus élevée. Il s'est cristallisé ces dernières semaines une certaine assurance que le statu quo de la BCE prendrait fin au début du deuxième semestre 2024. La trajectoire des taux d'intérêt reste néanmoins incertaine et les scénarios mis en avant permettent de quantifier l'impact sur le PIB du Luxembourg de trajectoires alternatives, avec un focus aussi sur 2025, où l'incertitude, quant au rythme baissier des taux directeurs, reste élevée. À noter que les chocs ont été simulés pour le Luxembourg sans réaction de la politique budgétaire et économique.

Dans le **scénario défavorable**, les perturbations du transport maritime international et l'escalade des tensions militaires au Proche-Orient déclencherait une hausse des prix des matières premières. L'inflation sous-jacente tarderait à diminuer, ce qui déclencherait de nouvelles hausses des taux d'intérêt. En conséquence, les conditions financières se durciraient et les primes de risque augmenteraient. La demande (investissement et consommation) se rétrécirait, ce qui amplifierait le cercle vicieux. L'impact négatif sur l'activité serait substantiel, avec une baisse de la croissance en zone euro de 0,6% en 2024 et de 1,7% en 2025 par rapport au scénario central (amenant une stagnation de l'activité sur ces deux années). Les marchés boursiers se rétracteraient aussi considérablement, avec un écart par rapport au scénario central de plus de 13%. Le Luxembourg serait proportionnellement plus impacté que la zone euro, justement en raison de sa dépendance plus étroite aux marchés financiers. L'impact baissier sur la croissance du PIB en volume serait d'environ 1 point en 2024 et de 2,5 points en 2025. Le choc s'apparenterait ainsi à celui subi lors de la crise financière (baisse totale de l'activité de près de 3,5%), mais serait plus étalé dans le temps. En 2025, le taux de chômage serait de 0,6% plus élevé que dans le scénario central (montant en moyenne annuelle à 6,5%) et le solde public serait dégradé de 1,6 point de PIB (ce qui le porterait à -3,3%).

Dans un **scénario favorable**, l'impact inflationniste attendu des perturbations du transport maritime international ne se matérialiserait pas, car les attaques se produisant dans la mer Rouge prendraient fin. Les pressions inflationnistes continueraient à refluer, ce qui engendrerait un relâchement de la politique monétaire plus fort que dans le scénario central. Dans ce dernier, le taux à court terme en zone euro serait de 3.4% en moyenne en 2024 alors que dans le cas de l'assouplissement plus prononcé de la politique monétaire, il y reviendrait à 3.1%. La croissance en zone euro accélérerait à 0.9% en 2024 et 2.2% en 2025. Au Luxembourg, on retrouverait une croissance du PIB en volume supérieure à 3% dès 2025, un taux de chômage marginalement plus faible et des finances publiques améliorées. Ce deuxième scénario a davantage de chances de se réaliser en zone euro, la désinflation y semblant bien enclenchée, contrairement aux États-Unis où une première baisse des taux avant la fin de l'été semble désormais peu probable...

Des risques macroéconomiques nationaux

Le but de cette partie est d'isoler quelques-unes des variables pour lesquelles il s'est avéré plus difficile que pour d'autres d'établir une trajectoire centrale. Quantifier ces facteurs et montrer les trajectoires alternatives constitue une façon d'illustrer certains risques sur les hypothèses macroéconomiques qui sous-tendent la prévision, au-delà de ceux liés au secteur financier et à la politique monétaire commentés ci-avant. Les quatre variables concernées sont toutes centrales à l'économie, de sorte que les trajectoires alternatives ont un impact sur tous les agrégats macroéconomiques. Les déviations choisies sont jugées plausibles, dans la mesure où les trajectoires alternatives retenues auraient tout aussi bien pu constituer le scénario central. De ce fait, les fourchettes qui en découlent, surtout sur le PIB en volume, sont plutôt petites, contrairement aux scénarios simulés sur les variables internationales dans la section précédente, où l'on observe des fourchettes assez larges.

Le premier choc aborde la problématique de la productivité. Sans entrer dans les détails, certaines franges de l'économie luxembourgeoise exhibent une productivité stagnante voire en baisse. La grandeur examinée ici se réfère à la productivité horaire dans les branches marchandes hors secteur financier (dont la VAB en vol. représente environ 60% de l'activité totale). Cette mesure tendait à croître à un taux annuel moyen de 0.8% de 1995 à 2020¹³. Depuis 2020, elle aurait tendance à baisser, reflétant sans doute en partie l'impact des crises successives, et dans une certaine mesure aussi une rétention d'emploi ("labour hoarding") favorisée par les interventions publiques¹⁴. Entre 2020 et 2024, la baisse de la productivité y serait de 6.5%, mais les données d'activité restent provisoires, car basées sur les comptes nationaux, soumis à révisions¹⁵.

13 La hausse annuelle moyenne de la productivité par personne en zone euro depuis 1995 est de 0.6%.

14 En zone euro, la productivité aurait baissé de près de 1% en 2023 et stagnerait en 2024.

15 Les révisions des données des comptes nationaux affectent en général l'activité et beaucoup moins l'emploi, ce qui se répercute directement sur la productivité.

Tableau B

Résultats des simulations économiques alternatives concernant les risques domestiques

		2023	2024	2025
		Évolution en %		
PIB vol.	Scénario central	-1.1	1.5	3.0
	Croissance plus riche en emplois ¹		1.6	2.9
	Baisse moins rapide du taux d'épargne ²		1.3	2.9
	Baisse moins rapide de la durée de travail ³		1.4	3.0
	Croissance potentielle moins élevée ⁴		1.5	2.9
	Max-Min		0.2	0.1
Emploi	Scénario central	2.2	1.3	1.7
	Croissance plus riche en emplois ¹		1.5	1.9
	Baisse moins rapide du taux d'épargne ²		1.2	1.6
	Baisse moins rapide de la durée de travail ³		0.8	1.4
	Croissance potentielle moins élevée ⁴		1.2	1.6
	Max-Min		0.7	0.6

¹ La productivité horaire dans le marchand non financier rebondit moins rapidement via une croissance plus intensive en emplois.

² Le taux d'épargne baisse moins rapidement (+0.8 point en 2025), ce qui augmente la consommation privée.

³ La durée de travail baisse moins rapidement (+0.8% en 2025), ce qui diminue l'emploi.

⁴ Hausse moins forte de la croissance potentielle (+0.4% en 2025).

Source: STATEC

Sur l'horizon de prévision, les équations en question de Modux tendent à rétablir assez rapidement une tendance positive pour la productivité horaire (car basée sur les relations de long terme), ce qui aboutirait à une hausse annuelle moyenne de 1.4% en 2024/2025 (après -2.1% en 2023)¹⁶. Ce rétablissement est évidemment soumis à interrogation. Des gains de productivité plus modestes dans les années à venir pourraient être causés par une rétention de main-d'œuvre additionnelle ou encore s'expliquer par le très haut niveau absolu de productivité déjà atteint au Luxembourg (en comparaison de celui observé dans les pays voisins dans des branches comparables). Une trajectoire alternative plausible serait définie par une hausse moins forte: le choc simulé dessine ainsi une productivité horaire croissant moins vite (-0.4 point de % en moyenne par an). En raison de la productivité moins forte, la croissance (de l'activité) devient plus riche en emplois. L'impact sur la croissance de l'emploi, sur les deux années 2024 et 2025, serait d'environ +0.3 point de % par an. L'impact sur le PIB serait mitigé (proche de zéro). D'un côté, un renforcement de l'emploi se traduit par une consommation privée plus robuste. De l'autre, la dégradation de la productivité, par rapport au scénario central, détériorerait les indicateurs de compétitivité-coûts, de sorte que les exportations seraient orientées plus faiblement.

Le deuxième choc a trait au taux d'épargne. Comme dans de nombreux pays, ce dernier est historiquement élevé au Luxembourg depuis la crise sanitaire. À la différence de nombreux pays toutefois, il n'a baissé que très peu jusqu'ici, perdant 0.4 point entre 2022 et 2023 (on ne considère pas le pic forcément temporaire de 2020). Pour 2024/2025, le STATEC prévoit dans le scénario central une baisse additionnelle de près de 2 points (par rapport à 2023). En effet, comme pour les équations d'emploi, Modux tend à rétablir un certain équilibre de long terme, ce qui se traduit par un rapprochement du niveau du taux d'épargne prévu de la moyenne de long terme (13%). La baisse du taux d'épargne se réaliserait sur fond de stabilisation puis d'amélioration franche de la situation économique. Dans le scénario alternatif, le taux d'épargne baisserait de 0.8 point environ, jusqu'en 2025. Plus d'épargne signifie moins de croissance: il s'agit d'un choc de demande intérieure négatif, mais d'ampleur limitée. L'impact de freinage sur la croissance serait de 0.1-0.2 point de % par an, celui sur l'emploi plus faible encore.

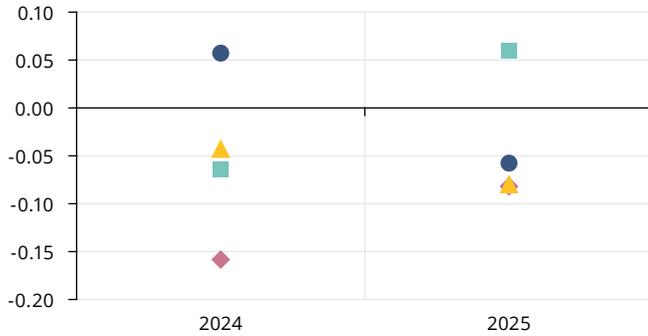
¹⁶ En dépit de la forte hausse, le niveau de la productivité horaire serait toujours d'environ 4% inférieur au niveau maximal de 2020 et 2016 respectivement.

Graphique H

Des fourchettes plus élevées sur l'emploi que sur le PIB

PIB en volume

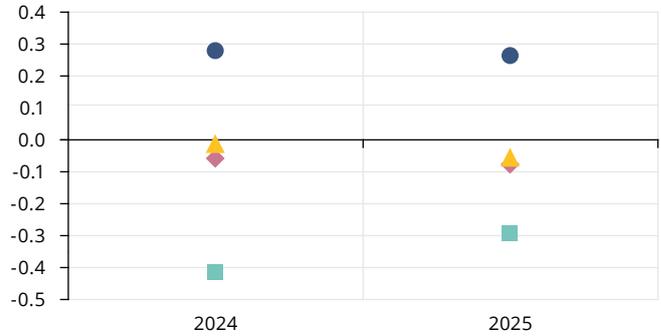
Déviations en points de % par rapport au scénario central



- Croissance plus riche en emplois
- ◆ Baisse moins rapide du taux d'épargne
- Baisse plus rapide de la durée de travail
- ▲ Croissance potentielle moins élevée

Emploi

Déviations en points de % par rapport au scénario central



- Croissance plus riche en emplois
- ◆ Baisse moins rapide du taux d'épargne
- Baisse plus rapide de la durée de travail
- ▲ Croissance potentielle moins élevée

Source: STATEC

Le troisième choc concerne la durée de travail (heures travaillées par personne pendant une période de référence). Au Luxembourg, cette durée baisse tendanciellement, mais elle présente aussi un caractère pro-cyclique, c'est-à-dire qu'elle a tendance à baisser davantage en cas de ralentissement conjoncturel (et vice versa). La situation actuelle sur le marché du travail étant peu favorable, le STATEC a intégré dans son scénario central une baisse de 0.5% par an, en 2024/2025. Dans le scénario alternatif, la durée ne baisserait que de 0.1% par an, soit à peu près au rythme historique moyen. Une durée globalement plus élevée, toutes choses égales par ailleurs, doit se traduire nécessairement par un emploi moins dynamique. Dans ce cas précis, l'impact moyen sur la croissance de l'emploi est de -0.4 point de % en 2024 et -0.3 point de % en 2025. L'impact sur le PIB ou l'activité est à nouveau mitigé. Le canal du marché du travail est défavorable (hausse du chômage), mais celui de la demande est légèrement favorable.

Dans le quatrième choc, le PIB potentiel est censé croître de 0.2 point de % en moins chaque année. Cet écart représente peu ou prou la révision annuelle à la baisse de la croissance potentielle sur les dernières années. Le choc simulé reviendrait donc à effacer la légère accélération prévue dans le scénario central. La révision à la baisse de la croissance potentielle augmente l'écart de production, ce qui se traduit par une pression accrue sur les prix et les salaires. En conséquence, à la fois la demande intérieure et la demande extérieure se rétrécissent légèrement, ce qui ferait baisser l'activité et l'emploi (les écarts sont minimes et ne se voient pas forcément sur la première décimale).

Conclusions et perspectives

Dans cette étude, le STATEC a évalué certains des risques sous-tendant les prévisions macroéconomiques. Les conclusions suivantes ont émergé des travaux:

- Le Luxembourg est entré en récession en 2022 et, sur base des données disponibles à la mi-mai 2024, il n'en semble pas sorti, alors que certains frémissements de l'activité au niveau européen se font remarquer. Il a paru peu opportun, pour la prévision de court terme du Luxembourg, de s'appuyer sur un chemin de sortie typique de récession, car ce dernier ne semble pas exister, toutes les récessions de l'activité vécues par le Luxembourg au cours des vingt dernières années ayant été différentes, de par leur ampleur ou leur durée.
- Les modèles de court terme sont bien utiles pour établir une fourchette de croissance pour l'évolution du PIB en volume trimestriel sur 2024. La croissance retenue pour 2024 est ainsi (logiquement) en accord avec les résultats des différents modèles trimestriels, tout en se situant quelque peu dans la partie haute de la fourchette (1.5% de croissance prévue sur une fourchette évaluée à 0.9-1.8%).
- Les données issues des comptes nationaux sur le secteur financier, qui représente une partie importante de l'activité économique au Luxembourg, sont souvent soumises à des révisions importantes, amenant naturellement un risque sur la prévision de ce même secteur mais aussi du PIB, de l'emploi, etc. Sur base des données du passé, il paraît probable que les données seront revues à la hausse pour 2023, ce qui aurait mécaniquement aussi un impact sur 2024, par le biais de l'acquis de croissance. Toutefois, ces révisions pourraient tarder à se faire remarquer, car les données du secteur financier peuvent être révisées, de manière substantielle, jusqu'à cinq années en arrière.
- La multiplication des crises pourra engendrer plus généralement des révisions substantielles sur les estimations des comptes nationaux de ces quatre dernières années.
- Les scénarios internationaux les plus intéressants traitent de l'incertitude entourant l'inflation et la politique monétaire de la BCE. Le STATEC a établi une fourchette de croissance pour le PIB en volume du Luxembourg en 2024 (0.3-2.0%) et 2025 (0.4-3.4%), se basant sur des trajectoires divergentes en matière de politique monétaire de la BCE.
- Finalement, quatre variables macroéconomiques pertinentes domestiques ont été utilisées pour également établir une fourchette sur le PIB et l'emploi. Il s'est avéré que les choix effectués ont plus d'impact sur la trajectoire de l'emploi (0.8-1.5% pour 2024, 1.4-1.9% pour 2025) que sur celle du PIB.

Ces analyses de risques devraient être systématisées et les résultats les plus intéressants et pertinents, amenés à enrichir le débat économique, devraient faire l'objet de publications récurrentes.