

7.2

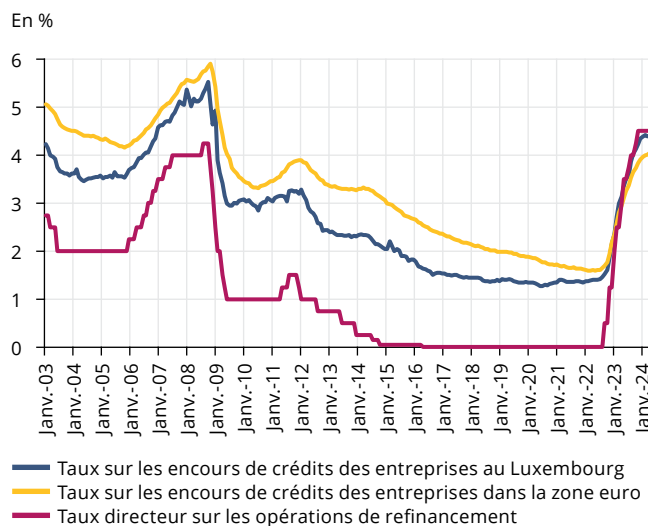
Impacts de la remontée des taux sur les coûts de financement et l'investissement des entreprises non financières

Le resserrement monétaire sans précédent de la Banque centrale européenne en 2022 et 2023 a entraîné une hausse des coûts de financement des entreprises qui pèse sur leurs projets d'investissement. L'impact a été plus important et plus rapide au Luxembourg qu'en zone euro, que ce soit au niveau des charges d'intérêts, des demandes de financement, de l'activité ou de l'investissement. La demande de crédits et les perspectives d'investissement demeurent faibles au début de 2024. Toutefois, les conditions financières vont s'améliorer sur le 2^e semestre 2024 et alléger les charges des entreprises. L'investissement devrait repartir à la hausse en 2025.

Les entreprises du Luxembourg davantage affectées par la hausse des taux

La crise énergétique intervenue dans le sillage de la guerre en Ukraine ainsi que la reprise de la demande mondiale post-COVID ont propulsé l'inflation en zone euro à des niveaux inédits depuis le début des années 80. En réaction, la Banque centrale européenne (BCE) a augmenté à dix reprises ses taux directeurs entre juillet 2022 et septembre 2023 (+4.5 points de %), après onze ans de politique monétaire accommodante. Cette remontée des taux directeurs est la plus rapide et la plus forte de l'histoire de la zone euro. Les banques ont rapidement ajusté les taux sur les nouveaux crédits qu'elles octroient et sur les encours de crédits à taux variable. Les taux sur les nouveaux crédits aux sociétés non financières (dénommées ci-après "entreprises") en zone euro ont ainsi été multipliés par quatre entre la fin de 2021 et la fin de 2023¹. Le taux moyen sur les encours de crédits des entreprises au Luxembourg a rapidement dépassé le taux moyen en zone euro, qui était pourtant historiquement plus élevé (cf. graphique A), pour atteindre 4.4% en mars 2024 (contre 4.0% en zone euro).

Graphique A
Taux sur les encours de crédits bancaires



Sources: BCL, BCE

¹ Ils sont passés de 1.2% en zone euro en décembre 2021 (1.3% au Luxembourg) à 5.1% en décembre 2023 (4.3% au Luxembourg).

La transmission plus rapide de la politique monétaire aux taux d'intérêt sur les encours de crédits des entreprises luxembourgeoises peut s'expliquer par la plus forte proportion de crédits à taux variable au Luxembourg qu'en moyenne dans la zone euro². Les prêts à taux variable représentent plus de 95% des crédits octroyés aux entreprises par les banques du Luxembourg sur les dix dernières années, contre 85% en zone euro.

La hausse rapide des taux a nettement renchéri les coûts de financement. Les entreprises du Luxembourg ont ainsi payé 1.9 Mia EUR de charges d'intérêts supplémentaires entre 2021 et 2023 (+62%). Ces intérêts payés par les entreprises représentaient plus d'un tiers de leur excédent brut d'exploitation en 2023 (+15 points de % par rapport à 2021), ce qui est bien plus élevé que les autres pays de l'Union européenne (cf. graphique B)³. Cette forte hausse de la part d'intérêts payés par rapport aux profits des entreprises au Luxembourg s'explique en grande partie par la baisse de l'excédent brut d'exploitation (-2% entre 2021 et 2023 au Luxembourg, contre +15% en zone euro), alors que les charges d'intérêts ont fortement augmenté dans tous les pays de la zone euro (+115% au total)⁴.

Les charges d'intérêts pour les différentes branches d'activité ne sont pas disponibles en tant que telles, mais elles peuvent être approximées sur base de leurs encours de crédits respectifs⁵ (cf. graphique C). Parmi les branches qui auraient payé le plus d'intérêts au Luxembourg suite à la remontée des taux figurent les activités immobilières, les activités de services administratifs et de soutien et la construction. Selon les enquêtes de conjoncture, les agences immobilières ont déclaré que leur activité était davantage impactée par des contraintes financières en 2023.

2 La maturité médiane des crédits et la part de prêts à court ou long terme au Luxembourg sont proches de ce qui est observé en zone euro. Au Luxembourg et en zone euro, les prêts à court terme (d'une durée inférieure à 1 an) représentaient environ un quart du total des prêts des entreprises en 2022 et la maturité médiane était d'environ 3 ans.

3 Les estimations récentes des comptes nationaux sur l'excédent brut d'exploitation (EBE) sont provisoires et pourraient être révisées. Par ailleurs, la proportion historiquement plus élevée des charges d'intérêts par rapport à l'EBE au Luxembourg qu'en zone euro s'explique par la part importante d'entreprises multinationales qui se financent au Luxembourg mais qui contribuent relativement moins à l'activité et par des dettes intragroupes.

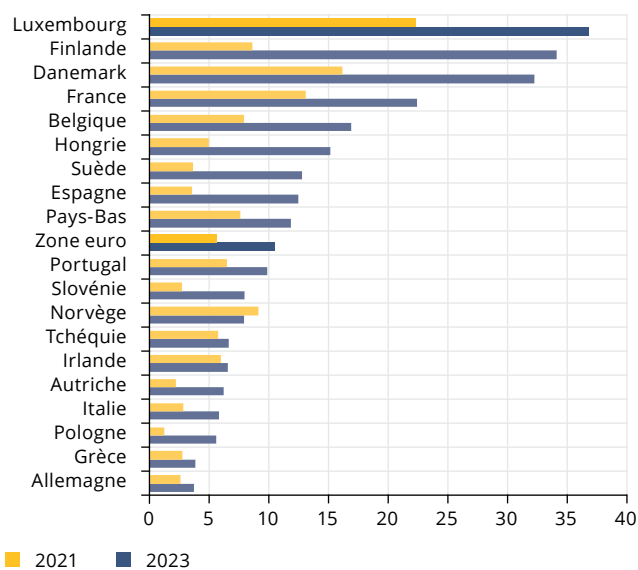
4 Les charges d'intérêts comprennent les intérêts payés sur les crédits mais aussi sur d'autres types de créances et d'actifs financiers (ces derniers pouvant être proportionnellement plus important au Luxembourg qu'en zone euro).

5 Cette approche comporte toutefois des limites. Elle se base sur les données de la Centrale des bilans qui ne couvre pas toutes les entreprises, sur les encours de 2021 et 2022 (car la plupart des bilans de 2023 ne sont pas encore disponibles) et elle ne prend pas en compte la maturité ni les taux de chaque crédit (ces données n'étant pas disponibles).

Parmi les activités de services administratifs et de soutien, les services de location, les agences de voyages et les services de sécurité sont plus nombreux à avoir signalé en 2023 (et encore en mars 2024) des contraintes financières limitant leur activité.

Graphique B

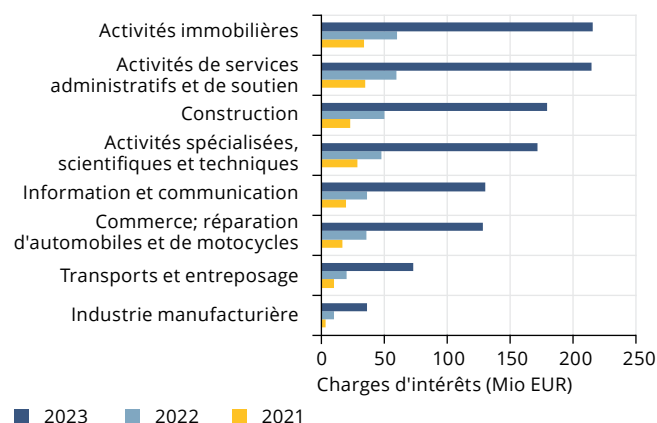
Intérêts payés par les entreprises, en % de l'excédent brut d'exploitation



Sources: Eurostat, STATEC

Graphique C

Estimation des charges d'intérêts sur crédits par branche d'activité



Note: Pour calculer les charges d'intérêts sur crédits par branche, nous considérons les intérêts payés par toutes les entreprises, pondérés par la part de chaque branche dans les encours de crédits observés en 2021 et 2022.

Sources: BCL, STATEC, calcul des auteurs

Concernant la construction, les entreprises du secteur ont davantage recours au crédit que dans les autres branches d'activité. Selon l'enquête sur l'investissement effectuée par la Banque européenne d'investissement⁶, deux tiers des firmes de la construction au Luxembourg financent leur investissement au moyen de sources externes⁷, contre seulement 20% environ des entreprises de services et 30% de celles de l'industrie. La moitié des entreprises de la construction font régulièrement appel aux banques pour se financer selon le Baromètre de l'économie de la Chambre de Commerce⁸. Ceci explique que près d'une entreprise de construction sur deux considèrerait les conditions de financement comme un défi majeur en 2023 (cette proportion est similaire pour les anticipations relatives à 2024).

La BCE a réduit ses taux directeurs une première fois lors de sa réunion du 6 juin. Les taux sur les nouveaux crédits pourraient être abaissés successivement d'environ 1 point de % d'ici fin 2024. Au vu de la forte part de prêts à taux variable au Luxembourg mentionnée précédemment, cet assouplissement monétaire attendu devrait, par symétrie, se répercuter plus rapidement sur les taux des encours de crédits et les charges d'intérêts au Luxembourg qu'en zone euro. Les entreprises du Luxembourg devraient ainsi bénéficier d'une baisse des coûts de financement dès le 2^e semestre 2024, même si ces derniers resteraient élevés (avec un taux d'intérêt sur les encours de crédits qui serait encore supérieur à 3% à la fin de 2024). Selon les prévisions sur les taux directeurs, les charges d'intérêts des entreprises au Luxembourg devraient diminuer d'environ 600 Mio EUR entre 2023 et 2025 (ce qui représente une baisse de 12%, contre -10% en zone euro).

Baisse de la demande de crédits... mais aussi de l'offre

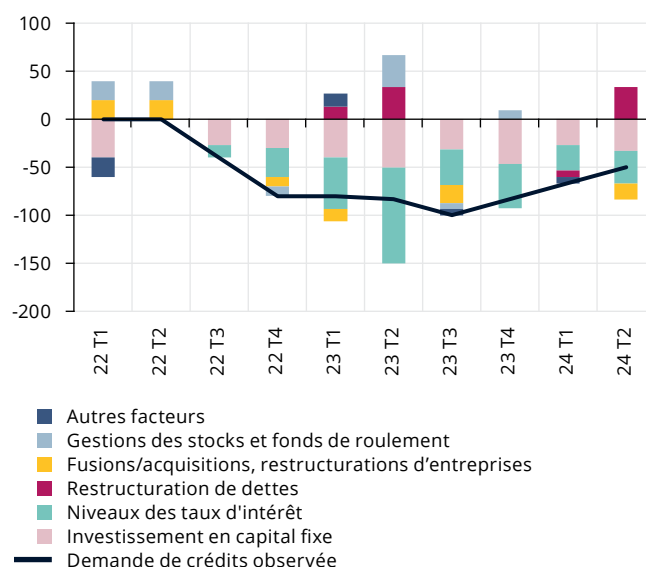
Les resserrements monétaires impactent négativement le financement des entreprises via différents canaux: les taux d'intérêt plus élevés qui pèsent sur la demande, une offre de crédits plus restreinte avec des conditions d'octroi plus dures et une baisse des valorisations des actifs financiers tels que les actions et obligations⁹.

Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg (et conformément à la tendance relevée à l'échelle de la zone euro), les banques constatent une baisse de la demande de crédits depuis la première hausse des taux de juillet 2022 (cf. graphique D). Ce repli de la demande de crédits est principalement attribué au niveau élevé des taux d'intérêt et à une réduction des projets d'investissement. Les perspectives restent moroses concernant l'évolution de la demande de prêts au 2^e trimestre 2024, que ce soit au Luxembourg ou dans les autres pays européens.

Graphique D

Facteurs influençant la demande de crédits des entreprises au Luxembourg

Opinions +/- (% net)



Note: Pourcentage net de banques indiquant une hausse de la demande de crédits des entreprises et contributions à l'évolution de la demande de crédits (en points de %).

Source: BCE (enquête sur la distribution du crédit bancaire)

6 EIB Investment Survey 2023 – Luxembourg overview, <https://www.eib.org/en/publications/20230340-econ-eibis-2023-luxembourg>

7 Le financement externe englobe toutes les sources de financement extérieures à l'entreprise, par exemple les emprunts, les titres de créance ou encore les participations. Le financement interne, à l'inverse, provient directement des fonds de l'entreprise elle-même.

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

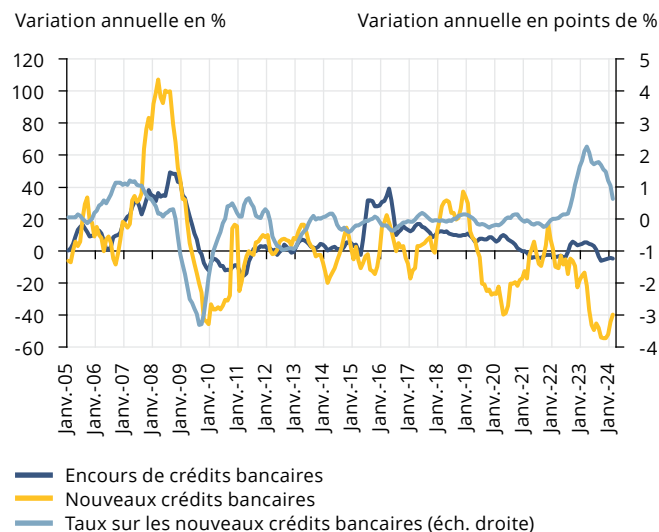
9 ECB, Transmission mechanism of monetary policy, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

Les conditions d'octroi pour les crédits aux entreprises ont été largement durcies conjointement à la remontée des taux. Les banques du Luxembourg et des autres pays en zone euro ont demandé davantage de garanties et de clauses sur les contrats de prêt en raison de leurs craintes au sujet du contexte macroéconomique et de la situation individuelle des entreprises. Elles ont relevé les frais et les marges et ont refusé plus de demandes de financement (en particulier pour les petites et moyennes entreprises). Selon le Baromètre de l'économie de la Chambre de Commerce, près d'un quart des dirigeants d'entreprise au Luxembourg révélaient rencontrer des difficultés d'accès au financement bancaire en 2023. Un tiers des dirigeants d'entreprise estiment que les conditions de financement seront encore un défi pour leur développement économique en 2024, soit une hausse de 10 points de % par rapport à l'année précédente.

Cette baisse de l'offre et de la demande de crédits bancaires se reflète dans les nouveaux crédits octroyés par les banques aux entreprises (cf. graphique E), dont les montants se sont effondrés avec la remontée des taux. Après une baisse de 12% sur un an en 2022, les nouveaux crédits octroyés aux entreprises du Luxembourg ont diminué de plus de 40% en 2023, soit la plus forte baisse enregistrée depuis 2003. En décembre 2023, les encours de crédits bancaires des entreprises affichaient ainsi une baisse de 6% sur un an, avec un repli marqué des crédits ayant une durée supérieure à un an. Les crédits à court terme sont généralement privilégiés en période de hausse des taux. La part d'encours de crédits à court terme a ainsi augmenté de 11% à 15% entre fin 2021 et fin 2023. Au niveau de la zone euro, les nouveaux crédits bancaires octroyés aux entreprises en 2023 affichent une baisse plus modeste de 5% sur un an et les encours de crédits sont restés plus ou moins stables.

Graphique E

Évolution des encours et nouveaux crédits des entreprises au Luxembourg



Sources: BCL, STATEC (moyennes mobiles centrées sur 3 mois)

En dehors des crédits, le financement des entreprises par titres de créance (obligations, billets de trésorerie) s'est fortement replié au Luxembourg (-10% entre fin 2021 et fin 2023), alors que les encours d'actions ont augmenté de 4%, portés par une remontée des valorisations l'année passée. Face aux hausses de taux et aux incertitudes économiques, les entreprises ont davantage augmenté leurs liquidités (+10% dans les dépôts entre fin 2021 et fin 2023). La part des dépôts dans le total des actifs des entreprises au Luxembourg est passé de 4% en moyenne entre 2014 et 2019 à 6% en 2023. L'excès de liquidités accumulé depuis la crise sanitaire est estimé à 4 Mia EUR (soit 16% des dépôts) à la fin de 2023¹⁰ et pourrait être utilisé par les entreprises pour financer une partie de leurs investissements sur les prochaines années.

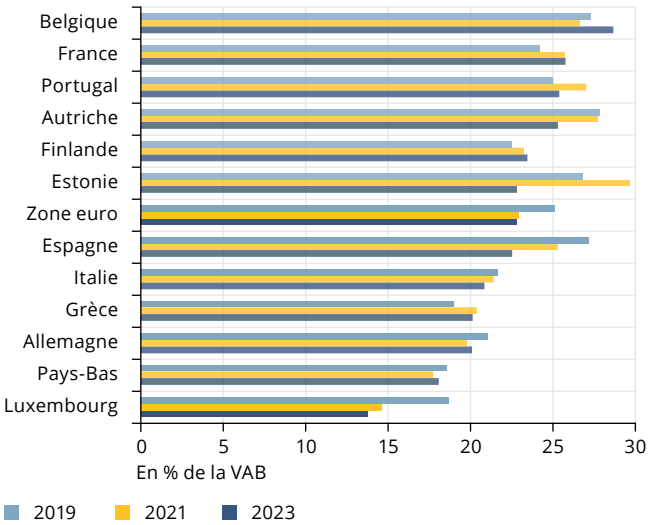
Avec la pause opérée sur les hausses des taux directeurs depuis la fin de 2023 et les anticipations d'assouplissement monétaire pour cette année, les taux d'intérêt se détendent légèrement et les valorisations des actions et obligations s'améliorent. Les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux crédits octroyés aux entreprises ont diminué de 0.1 point de % au 1^{er} trimestre 2024 et le montant de nouveaux crédits a augmenté de 10% par rapport au dernier trimestre 2023. Néanmoins, les montants de nouveaux crédits sont encore très faibles (-48% sur un an en mars 2024) et les taux, même abaissés, resteront élevés cette année, ce qui pèsera encore sur la demande de crédits.

¹⁰ L'excès de liquidités est estimé par la différence entre le montant des encours de dépôts des entreprises observé au 4^e trimestre 2023 et le montant qu'il y aurait eu avec une part des dépôts dans les actifs identique à celle de 2019.

Repli de l'investissement des entreprises au Luxembourg

La hausse des coûts (énergie, salaires) et le durcissement des conditions de financement restreignent les ressources pour investir. L'investissement réel des entreprises non financières au Luxembourg a diminué de 2.4% en 2022 et de 6.0% en 2023, avec un repli marqué au dernier trimestre 2023¹¹. Le taux d'investissement au Luxembourg est parmi les plus faibles en zone euro depuis 2015, en raison notamment d'une baisse tendancielle de la part de l'industrie (plus intensive en capital) dans l'activité du pays¹². En 2023, le taux d'investissement des entreprises était de 14% au Luxembourg (contre 23% en zone euro), bien en dessous de son niveau d'avant la crise sanitaire (19%, contre 25% en zone euro). Entre 2019 et 2023, les évolutions ont été contrastées entre les pays de la zone euro, la moitié enregistrant une baisse de leur taux d'investissement, l'autre moitié une hausse (cf. graphique F).

Graphique F
Taux d'investissement des entreprises en zone euro



Note: Le taux d'investissement au Luxembourg est corrigé des investissements en avions et satellites.
Sources: Eurostat, STATEC

11 Les données sur l'investissement des sociétés non financières sont corrigées des investissements en avions et satellites (qui sont très volatils) et ont un caractère provisoire (les données trimestrielles n'étant pas encore publiées et étant soumises à des procédures de validation et révision).

12 L'industrie contribuait pour 18% de la valeur ajoutée et 20% de l'investissement au Luxembourg en 2007, contre seulement respectivement 11% et 13% en 2023.

Selon l'enquête sur l'investissement de la BEI, la proportion d'entreprises de l'UE qui ont investi en 2023 serait revenue à son niveau d'avant la pandémie¹³. Au Luxembourg, davantage d'entreprises révélaient une baisse de leur investissement plutôt qu'une hausse en 2023, surtout dans le domaine de la construction et, dans une moindre mesure, dans l'industrie. Les raisons évoquées sont les difficultés d'accès à des sources de financement externes, les coûts élevés de ce financement et les perspectives d'activité moroses. Selon les résultats du Baromètre de l'économie de la Chambre de Commerce du 2^e semestre 2023, 20% des dirigeants d'entreprise au Luxembourg envisageaient de réduire leurs investissements et 65% avaient l'intention de les stabiliser. Plus d'un tiers des dirigeants d'entreprise de la construction, 28% des dirigeants de l'HORECA et un quart des dirigeants de l'industrie déclaraient devoir freiner leurs investissements (contre seulement respectivement 6%, 12% et 10% en faveur d'une hausse de leurs investissements).

Graphique G
Évolution de l'investissement en volume par type de produit en 2023

	Machines et équipements (hors transport)	Construction non résidentielle
Chypre	24.9	3.1
Slovaquie	20.9	19.5
Lituanie	16.9	14.7
Croatie	5.7	2.9
Portugal	4.4	-0.1
Finlande	3.2	-3.8
Italie	3.2	2.8
France	1.9	0.6
Malte	1.1	-12.1
Allemagne	-0.7	-1.0
Pays-Bas	-1.6	1.7
Luxembourg	-2.9	-2.4
Espagne	-4.4	4.4
Grèce	-5.4	9.2
Irlande	-6.7	-4.2
Slovénie	-7.9	25.8
Lettonie	-9.7	20.7
Autriche	-10.2	-2.3
Estonie	-12.4	0.2
Zone euro	0.8	1.8

Source: Eurostat

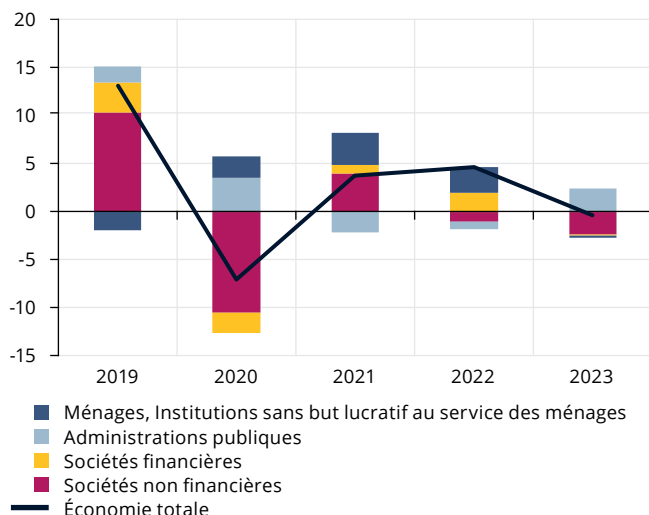
13 13 000 entreprises de l'Union européenne ont été interrogées pour cette enquête (dont 181 au Luxembourg).

Graphique H

Investissement par secteur

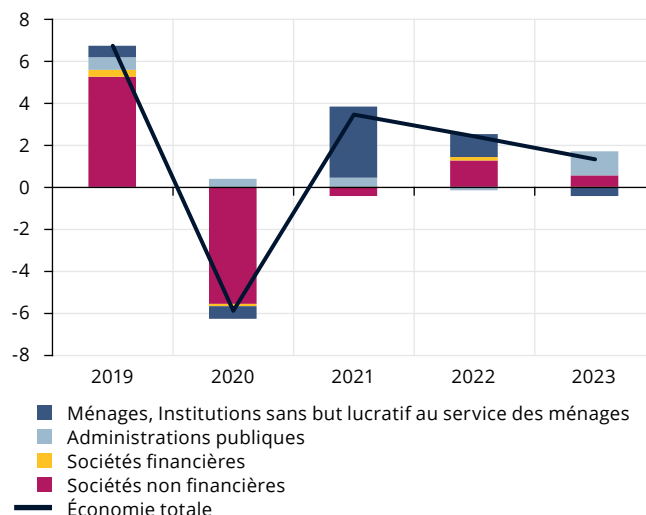
Luxembourg

Contributions à la variation (points de %)



Zone euro

Contributions à la variation (points de %)



Note: Investissement hors avions et satellites pour le Luxembourg.
Sources: Eurostat, STATEC (données en volume).

L'investissement réel dans le domaine de la construction non résidentielle s'est replié de 2.4% sur un an en 2023 au Luxembourg (+1.8% en zone euro). Les investissements en machines et équipements (technologies de l'information et communication, propriété intellectuelle, ressources biologiques et cultivées et autres équipements hors matériel de transport) sont aussi repartis à la baisse en 2023 (-2.9% au Luxembourg contre +0.8% en zone euro), dans un contexte d'épuisement des carnets de commandes qui avaient soutenu ces investissements en 2022.

Cette baisse de l'investissement en volume des sociétés non financières au Luxembourg a été en grande partie compensée par un rebond de l'investissement des administrations publiques en 2023 (+10%), limitant ainsi l'impact sur l'investissement total dans le pays (-1.0% en 2023, -0.3% hors avions et satellites). La part de l'investissement des sociétés non financières dans le total est tombée à 37% en 2023, contre 45% en moyenne entre 2011 et 2021. En zone euro, l'investissement total a augmenté de 1.2% en 2023, marquant un ralentissement par rapport à l'année précédente (+2.5% en 2022). La plus faible croissance de l'investissement des sociétés non financières en zone euro (+1.0% en 2023, après +2.3% en 2022) a aussi été compensée par une forte progression de l'investissement des administrations publiques (+8.4% en 2023, contre -0.9% en 2022).

Le STATEC prévoit une baisse plus importante de l'investissement au Luxembourg en 2024 (-6.8%), que ce soit pour les activités non financières (-9.2%)¹⁴, mais aussi pour les sociétés financières (-15.4%), le secteur public (-1.0%) et l'investissement résidentiel (-6.2%). Un fort rebond est attendu en 2025 (+10.8% d'investissement total), suite à la baisse des taux directeurs. En zone euro, l'investissement total devrait stagner en 2024 (+0.1%, selon les prévisions de printemps de la Commission européenne), sous l'effet d'une baisse marquée de l'investissement dans la construction (-1.3%), d'un ralentissement de l'investissement en machines et équipements (+0.5%) et d'une progression de l'investissement public (+3.4%). L'enquête de conjoncture de la Commission européenne met en évidence une baisse des intentions d'investissement en 2024 dans les entreprises de services et de l'industrie au Luxembourg et en zone euro. Le rebond de l'investissement attendu en zone euro en 2025 (+1.6%) est bien moins important qu'au Luxembourg.

¹⁴ Notons toutefois que l'investissement des entreprises est volatil et que les liens entre les sphères financière et réelle sont complexes à modéliser (cf. STATEC (2018), A simple financial accelerator in a standard macro-econometric model, et STATEC (2020) The leveraged network-based financial accelerator and the real economy: an empirical investigation for Luxembourg).

Ralentissement marqué de l'activité

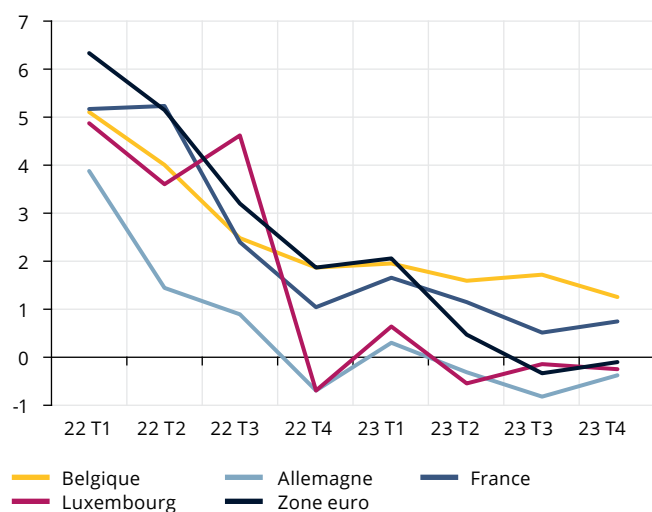
La croissance de l'activité des entreprises a fortement ralenti en 2023 au Luxembourg et en zone euro, sous l'effet d'une demande insuffisante, du resserrement de la politique monétaire et de la hausse des coûts de financement et des prix. La valeur ajoutée en volume des activités privées non financières au Luxembourg a diminué de 0.1% en 2023, après +3.0% en 2022 et +3.6% en 2021. En zone euro, la croissance a freiné à +0.5% en 2023, après +4.1% en 2022 et +6.4% en 2021.

Les branches d'activité en repli au Luxembourg en 2023 sont la construction (-7.4%, contre +0.6% en zone euro), le commerce, les transports et l'entreposage (-4.1% contre +0.4% en zone euro) et les services aux entreprises (-0.6% contre +1.3% en zone euro).

Graphique I

Valeur ajoutée en volume des activités privées non financières

Variation annuelle en %



Source: Eurostat

Étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, l'assouplissement attendu au 2^e semestre 2024 ne se répercuterait pas immédiatement sur l'activité. La croissance de la valeur ajoutée des activités non financières devrait rester faible au Luxembourg en 2024 (+1.2%) avant de repartir à la hausse en 2025 (+3.2%).

Conclusions

La remontée des taux d'intérêt directs s'est vite transmise aux taux sur les encours de crédits au Luxembourg, en raison de la forte proportion de crédits à taux variable. Les entreprises ont ainsi déboursé 2 Mia EUR d'intérêts en plus sur leurs créances entre 2021 et 2023. La baisse de l'offre et de la demande de crédits s'est traduite par une chute des nouveaux crédits et une baisse des encours de crédits à long terme. Les resserrements monétaires ont davantage pesé sur l'investissement et l'activité des entreprises au Luxembourg qu'en moyenne en zone euro. Les enquêtes auprès des entreprises ne montrent pas de signes de reprise de l'investissement et le STATEC prévoit une baisse encore plus marquée en 2024 qu'en 2023.

L'assouplissement monétaire qui a débuté en juin et qui devrait se poursuivre au 2^e semestre diminuera les taux et les charges d'intérêts des entreprises. Vu la forte proportion de crédits à taux variable au Luxembourg, les charges d'intérêts devraient baisser plus vite au Luxembourg qu'en zone euro. Le Luxembourg devrait profiter d'un rebond important de l'investissement en 2025 grâce à la baisse des taux directs et la reprise de l'activité et de la demande attendues en zone euro.