



2
2021

NOTE DE CONJONCTURE

La situation économique au Luxembourg
Évolution récente et perspectives

STATEC

IMPRESSUM

Responsable de la publication

Dr Serge Allegrezza

@ Photos:

Shutterstock

Rédaction

Ferdy Adam

Tom Haas

Bastien Larue

Pauline Perray

Jill Schaul

Cathy Schmit

Véronique Sinner

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

Décembre 2021

Date de clôture statistique:

22 novembre 2021

ISSN 1019-6463

STATEC

Institut national de la statistique et des études économiques

Centre Administratif Pierre Werner

13, rue Erasme

L - 1468 Luxembourg-Kirchberg

+352 247 - 84219

info@statec.etat.lu

www.statec.lu

statec.lu

Sommaire

Préface	2
Résumé et faits principaux	4
1. Conjoncture internationale	7
2. Activité économique	15
3. Inflation et salaires	31
4. Marché du travail	39
5. Finances publiques	47
6. Énergie et émissions	55
7. Études thématiques	63
7.1 Impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises au Luxembourg	64
7.2 L'accord mondial de réforme de la fiscalité et ses impacts potentiels pour le Luxembourg	75
7.3 Principaux éléments liés à la grande révision des comptes nationaux annuels	86
Liste des études publiées dans les dernières Notes de conjoncture	93

Hausse temporaire de l'inflation

L'envol du prix des matières premières et des produits pétroliers a donné un coup de fouet à l'inflation, ravivant des angoisses anciennes de spirale des prix incontrôlée et de compétitivité-coût dégradée. Le STATEC rejoint la grande majorité des analystes qui voient dans la hausse des prix à la consommation un phénomène temporaire de rattrapage dû à la vigueur de la reprise de l'activité mondiale, aux goulets d'étranglement dans les chaînes de production et de transport internationales et à une demande exceptionnelle de carburants.

L'inflation devrait avoisiner les 2.5% cette année et l'année prochaine (ce qui fait avancer l'indexation des salaires au 4^e trimestre 2022).

Les prévisions, toujours sous l'effet COVID-19

La reprise reste toujours conditionnée par la persistance de la pandémie du COVID-19 et de la couverture vaccinale, l'efficacité de cette dernière contre les formes graves de l'infection étant amplement prouvée par moult études dont celle épidémiologique de la Direction de la santé. Cependant, le déploiement du vaccin en Europe, mais aussi au Luxembourg, n'est pas aussi rapide, large et uniforme que ne laissaient présager les sondages sur la propension à se faire vacciner. Pour tenir compte de cette contingence, le STATEC recourt à trois scénarios reflétant le risque des restrictions sanitaires plus ou moins importantes découlant de l'évolution de la maladie. Dans le scénario central, tablant sur une levée prochaine des restrictions sanitaires, la croissance du PIB pour 2022 est de 3.5% (après 7% en 2021). Avec la montée des infections et des hospitalisations, il est instructif de considérer le scénario moins favorable, résultant de mesures restrictives protégeant la santé publique mais grevant le moral des consommateurs et des entreprises. La croissance de l'activité l'année prochaine tomberait alors sous les 2%.

L'impact positif des aides en faveur des entreprises

La Note de conjoncture se penche spécifiquement sur la situation des entreprises dont beaucoup ont été éprouvées par la pandémie. Les simulations réalisées grâce aux données de la Centrale des Bilans du STATEC montrent que les aides financières du gouvernement ont limité les pertes sur le résultat et sur la trésorerie des entreprises en 2020, contenu la hausse de l'endettement et soutenu l'investissement en 2021. Elles auraient permis à deux tiers des entreprises à risque d'éviter une situation d'illiquidité et à un tiers des entreprises à risque de rester solvables.

La réforme fiscale internationale

Les données "country-by-country" publiées par l'OCDE permettent d'évaluer l'impact de la réforme globale de la fiscalité touchant les grandes entreprises multinationales, notamment digitales. Il appert que le taux minimum de 15% décidé par le G20/OCDE impacterait une série d'entreprises établies au Luxembourg, comptant pour 70% des impôts payés par les sociétés. Certaines études internationales estiment que cette réforme procurerait au Luxembourg une véritable corne d'abondance en recettes fiscales additionnelles. L'étude du STATEC, dans la présente Note de conjoncture, en revanche, met l'accent sur la possibilité que les entreprises multinationales délocalisent leurs activités hors du pays, privant dès lors le Trésor public d'une recette fiscale substantielle. Un tel manque à gagner, s'il devait se matérialiser, aurait évidemment des effets négatifs significatifs sur la politique budgétaire et la conjoncture à partir de 2023, date de l'entrée en vigueur annoncée de la réforme.

La révision des comptes

Note de conjoncture
N° 2-2021

3

La révision majeure ("benchmark revision") des comptes nationaux est un exercice imposé par la réglementation communautaire. Toujours attendue avec une certaine anxiété, cette opération est redoutablement complexe et délicate car intégrant des sources inédites de données, appliquant des corrections méthodologiques et reclassant au passage de grandes entreprises dans des branches plus appropriées. Tout compte fait, cet exercice peut modifier considérablement les repères macroéconomiques usuels qui servent de base à la prise de décision. Un chapitre spécial de cette Note montre que l'évolution du PIB en valeur n'a pas changé après la révision des comptes, ni d'ailleurs la croissance économique en termes réels (3.1% au lieu de 3.2% entre 1995 et 2020), mais il y a bien des effets de composition sectoriels qui commandent la prudence dans l'interprétation des comptes nationaux.

Hausse des émissions de gaz à effet de serre en 2022

La COP26 s'est terminée sur un demi-échec (succès?) mesuré à l'aune des efforts supplémentaires exigés des États, dépassant les promesses faites à Glasgow pour endiguer la hausse de la température. L'objectif que s'est donné l'UE, ancré dans la loi luxembourgeoise Énergie-Climat (PNEC), prévoit une baisse drastique des émissions de gaz à effet de serre (GES) de 55% à l'horizon 2030. Les prévisions des émissions des GES, émanant principalement du secteur des transports, vont se stabiliser en 2021 mais vont ensuite repartir à la hausse en 2022 (scénario central). En l'absence de mesures de politique climatique additionnelles, l'économie luxembourgeoise ne va pas encore s'engager pleinement sur la voie de la décarbonation en 2022. Par ailleurs, il n'est pas avéré que le poids de la transition énergétique soit équitablement réparti du point de vue social.

Dr Serge Allegrezza

Résumé et faits principaux

Tableau 1
Prévisions macroéconomiques

		Scénario central			Scénario haut ¹		Scénario bas ²	
	1995-2020	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol.	3.1	-1.8	7.0	3.5	7.1	5.2	6.8	1.8
Emploi total intérieur	3.2	1.9	3.0	2.9	3.0	3.1	2.9	2.5
Taux de chômage (% de la pop. active)	4.5	6.3	5.8	5.2	5.8	5.1	5.8	5.4
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.8	0.8	2.5	2.5	2.5	2.9	2.5	2.4
Coût salarial moyen	2.7	0.4	4.8	3.4	4.8	4.7	4.7	2.7
Solde public (% du PIB)	1.7	-3.5	0.0	1.4	0.0	2.0	-0.1	0.7
Émissions de gaz à effet de serre ³	-0.9	-16.9	-0.1	2.1	0.0	6.1	-0.4	-2.6

Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

¹ Dans le scénario haut, une vaccination rapide permettrait de réduire l'incertitude et renforcerait la confiance des ménages et entreprises. Les ménages utiliseraient une partie de l'épargne accumulée lors de la crise du COVID. La hausse de la consommation conforterait le rebond économique à court terme et permettrait de retrouver à moyen terme un niveau du PIB mondial comparable à un scénario sans crise COVID.

² Dans le scénario bas, la propagation de nouveaux variants du COVID entraînerait de nouvelles restrictions sanitaires contraignant la demande et perturbant davantage les chaînes de valeurs. La reprise économique de 2022 serait limitée et les marchés financiers fragilisés.

³ Évolution 2005-2019.

Une reprise soutenue à l'échelle mondiale, mais pas sans encombres

Après une récession de 3% en 2020, l'économie mondiale devrait rebondir de 6% environ cette année. Si la reprise est bien enclenchée et devrait se poursuivre à un rythme soutenu en 2022, elle souffre encore de difficultés d'adéquation de l'offre à la demande qui génèrent des goulets d'étranglement dans les chaînes de production mondiales.

En Europe, les problèmes d'approvisionnement pénalisent en particulier l'économie allemande, où la croissance escomptée pour 2021 a été revue à la baisse. Malgré cela, la performance envisagée pour la zone euro a été révisée à la hausse pour l'année en cours, sur fond notamment d'une reprise particulièrement dynamique aux 2^e et 3^e trimestres.

Après une hausse de 5% en 2021, le PIB de la zone euro devrait encore croître de 4.5% en 2022. Ce dernier résultat pourrait toutefois s'avérer moins élevé si la dégradation de la situation sanitaire actuellement observée en Europe devait s'accompagner de mesures significativement plus restrictives pour l'activité.

Bonne tenue de l'activité au Luxembourg

L'activité économique au Luxembourg demeure bien orientée à l'approche de 2022. Le PIB a certes enregistré un léger recul au 2^e trimestre 2021, mais il était resté très dynamique sur les deux trimestres précédents, pendant lesquels la zone euro s'était retrouvée en récession.

Les enquêtes de conjoncture témoignent d'un niveau de confiance encore élevé des entreprises luxembourgeoises jusqu'en octobre, même si l'industrie et la construction sont affectées, comme dans le reste de la zone euro, par des difficultés d'approvisionnement et peinent à satisfaire la demande. Les services non financiers présentent dans leur ensemble des perspectives favorables pour le 3^e trimestre, mais l'Horeca demeure dans une situation difficile. Les services financiers continuent pour leur part à bénéficier de la très bonne tenue des marchés boursiers.

Pour l'année 2021, la croissance du PIB devrait avoisiner les 7%, puis retomber à 3.5% en 2022. L'aggravation récente de la situation sanitaire au Luxembourg et chez nos voisins européens, et par conséquent la perspective de restrictions à l'activité encore significatives, demeure le principal risque baissier entourant ces prévisions.

Les pressions à la hausse sur les prix s'accroissent

Suite à la persistance des goulets d'étranglement et l'envolée récente des prix de l'énergie, les pressions inflationnistes s'accroissent. Combinées au redressement de certains prix antérieurement freinés par la crise sanitaire, elles gonflent l'inflation en Europe. Au Luxembourg, celle-ci s'est hissée à 3.6% sur un an en octobre (4.1% pour la zone euro), mais elle devrait refluer tout au long de 2022 sur fond d'un essoufflement de l'impact haussier des prix de l'énergie. Ces développements conduisent le STATEC à nettement réviser à la hausse ses prévisions d'inflation. Celle-ci devrait atteindre 2.5% à la fois en 2021 et 2022, et l'inflation sous-jacente se renforcerait au-delà de 2%.

La progression des coûts salariaux reste faible en zone euro, notamment dans les branches les plus lourdement touchées par la crise sanitaire. La pénurie de main-d'œuvre actuelle concerne principalement ces mêmes branches, mais elle ne devrait a priori pas avoir d'impact significatif à la hausse sur les salaires dans leur ensemble. Au Luxembourg, les salaires affichent un certain dynamisme, notamment dans les services de transports et d'entrepôt, les activités immobilières et les services d'information et de communication. Cette dynamique devrait rester de mise avec la tranche indiciaire tombée en octobre 2021 et une prochaine prévue pour le dernier trimestre de 2022.

Le marché du travail profite de la reprise

L'amélioration du marché du travail se poursuit en Europe, mais elle se réalise à des vitesses variables selon les États et les branches d'activité. Les activités d'hôtellerie et de restauration sont largement affectées, ce qui pèse particulièrement dans les pays du Sud où leur part dans le tissu économique est très importante.

Le Luxembourg fait partie des pays qui ont le mieux traversé la crise sanitaire en 2020, tout en ayant eu une part d'emplois aidés par le gouvernement relativement faible. En 2021, le Grand-Duché continue à montrer une croissance de l'emploi parmi les plus dynamiques d'Europe (mais aussi une résurgence des difficultés de recrutement) ainsi qu'un chômage fermement ancré à la baisse. Les prévisions du STATEC tablent sur une poursuite de ces tendances favorables, avec une progression de l'emploi de près de 3% en 2021 et 2022 et un chômage qui diminuerait à 5.2% de la population active en 2022.

Finances publiques: un solde public déjà proche de l'équilibre en 2021

Au Luxembourg, le redressement des finances publiques sera plus rapide qu'antérieurement prévu. Après un déficit de 3.5% du PIB en 2020, le solde public devrait, selon les dernières prévisions du STATEC, être très proche de l'équilibre cette année, puis remonter à +1.4% en 2022.

L'amélioration s'explique en premier lieu par le rebond conséquent des recettes publiques. Après un léger repli l'an dernier, ces dernières rebondiraient de 10% en 2021. Contrairement à ce qui est prévu pour les pays voisins, les niveaux d'avant-crise seraient donc largement dépassés au Luxembourg. Les impôts sur les ménages et la TVA contribuent le plus à cette dynamique favorable. Pour 2022, le STATEC table sur un certain freinage des recettes, à environ +8%.

Les dépenses publiques s'étaient enflammées l'an dernier (+13%) sous l'impact des mesures de soutien liées au COVID-19. L'épuisement de ces dernières freine sensiblement la progression anticipée pour cette année (quelque 2%) et dans une moindre mesure pour 2022 (environ +4%). En revanche, la remontée de l'inflation, notamment en rapprochant les échéances des tranches indiciaires, stimulera les dépenses.

La faiblesse des ventes de carburants empêche un rebond des émissions en 2021

La production nationale d'électricité a augmenté de 5% sur les 8 premiers mois de 2021 (après +25% en 2020). Les conditions météorologiques plus défavorables ont limité la hausse de la production d'électricité renouvelable: l'éolien a stagné (après +30% en 2020) mais l'essor du photovoltaïque continue (+37% après +55% en 2020) grâce à une hausse des capacités installées. La production d'électricité à partir de gaz naturel a augmenté de 18% sur les 8 premiers mois de 2021 malgré la flambée du prix de l'intrant.

Après une dégringolade des prix des énergies fossiles en 2020, ils ont rebondi avec la reprise économique mondiale. Les niveaux inédits observés ces derniers mois engendrent également une hausse du prix de l'électricité. En supposant une consommation inchangée par rapport à 2019, la facture énergétique moyenne des ménages aurait baissé de 190 EUR en 2020, mais s'alourdirait de 225 EUR en 2021 et de 415 EUR en 2022 (par rapport à 2019).

La reprise de l'activité industrielle a stimulé la consommation de gaz et d'électricité alors que les ventes de carburants sont restées en deçà de leur niveau de 2019. Après une chute de 21% sur un an en 2020, elles se stabiliseraient en 2021 suite à l'introduction de la taxe CO₂ et une mobilité toujours réduite sur la première moitié de l'année. La reprise tardive des ventes de carburants se traduirait par une stagnation des émissions de gaz à effet de serre (GES) en 2021 et une hausse des émissions d'environ 2% en 2022.



Conjoncture internationale

1

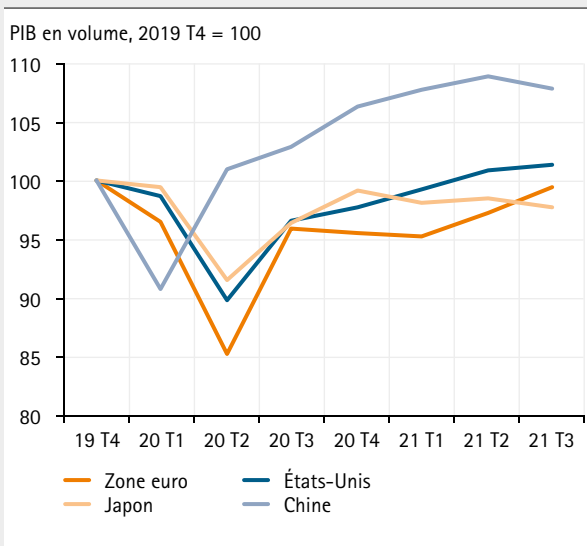
Après une récession de 3% en 2020, l'économie mondiale devrait rebondir de 6% environ cette année. Si la reprise est bien enclenchée et devrait se poursuivre à un rythme soutenu en 2022, elle souffre encore de difficultés d'adéquation de l'offre à la demande qui génèrent des goulets d'étranglement dans les chaînes de production mondiales.

En Europe, les problèmes d'approvisionnement pénalisent en particulier l'économie allemande, où la croissance escomptée pour 2021 a été revue à la baisse. Malgré cela, la performance envisagée pour la zone euro a été révisée à la hausse pour l'année en cours, sur fond notamment d'une reprise particulièrement dynamique aux 2^e et 3^e trimestres.

Après une hausse de 5% en 2021, le PIB de la zone euro devrait encore croître de 4.5% en 2022. Ce dernier résultat pourrait toutefois s'avérer moins élevé si la dégradation de la situation sanitaire actuellement observée en Europe devait s'accompagner de mesures significativement plus restrictives pour l'activité.

Graphique 1.1

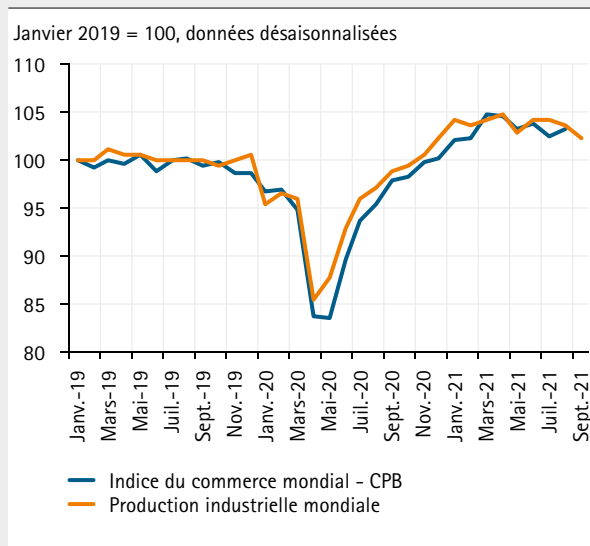
Une reprise inégale selon les régions du globe



Sources : Eurostat, Banque mondiale

Graphique 1.2

La production et les échanges de biens s'essouffent



Sources : CPB Netherlands, Banque mondiale

La reprise en marche, mais pas sans difficultés

Après un repli de l'ordre de 3% en 2020, le PIB mondial poursuit son redressement et devrait enregistrer une croissance de l'ordre de 6% en 2021 (+5.9% selon le FMI et +5.7% selon la Commission européenne dans leurs prévisions d'automne). Dans les économies avancées, et par rapport aux prévisions diffusées durant l'été, les chiffres pour l'année en cours ont été significativement révisés à la baisse pour l'Amérique du Nord (notamment États-Unis et Canada) et le Japon, mais ils ont été revus à la hausse pour l'ensemble de la zone euro (avec toutefois de fortes divergences selon les États membres, voir ci-après).

Des restrictions à visée sanitaire aux restrictions d'accès aux matériaux

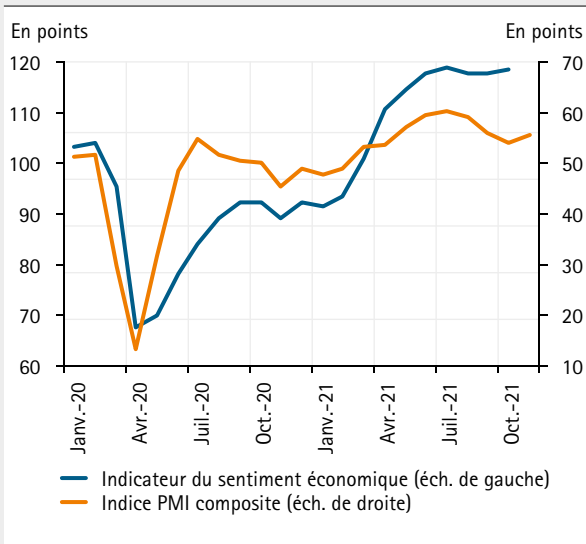
Les progrès de la vaccination, plus notables dans les économies avancées, ont permis d'y lever la plupart des mesures de restrictions qui pénalisaient l'activité. Mais en même temps, la vigueur avec laquelle la demande s'y est libérée génère des tensions sur l'offre. Des goulets d'étranglement, qui sont de diverses natures, perturbent depuis plusieurs mois les chaînes de production de biens. Les difficultés d'approvisionnement, provoquant en aval un allongement des délais de livraison, tiennent à la fois aux pénuries de matériaux (comme les semi-conducteurs) mais aussi à des phénomènes de saturation dans la chaîne logistique. Le fret maritime mondial fait notamment face à de fortes tensions, de même que le fret routier dans certaines régions du globe. Ces goulets d'étranglement freinent à la fois la production industrielle et les échanges de biens. Ils entraînent également les prix des intrants et les prix à la production à la hausse, qui sont aussi mis sous tension par les prix de l'énergie (cf. chapitres 3 et 6). Ceci accroît le risque de dérapage inflationniste et la progression des prix à la consommation s'accélère effectivement dans l'ensemble des économies avancées.

L'inflation s'est nettement enflammée aux États-Unis, où elle atteint 6.2% sur un an en octobre 2021 (un record depuis novembre 1990!). Il faut dire que les dépenses des consommateurs y ont été particulièrement stimulées par la politique budgétaire (avant et après le changement de présidence). C'est d'ailleurs l'une des économies avancées où le redressement des importations a été beaucoup plus prononcé que celui des exportations¹ (au niveau des échanges de biens).

¹ Le volume des importations de biens aux États-Unis est d'environ 7% supérieur à son niveau d'avant-crise (en août 2021, sur base des données du CPB), alors que celui des exportations y est encore inférieur de 4%.

Graphique 1.3

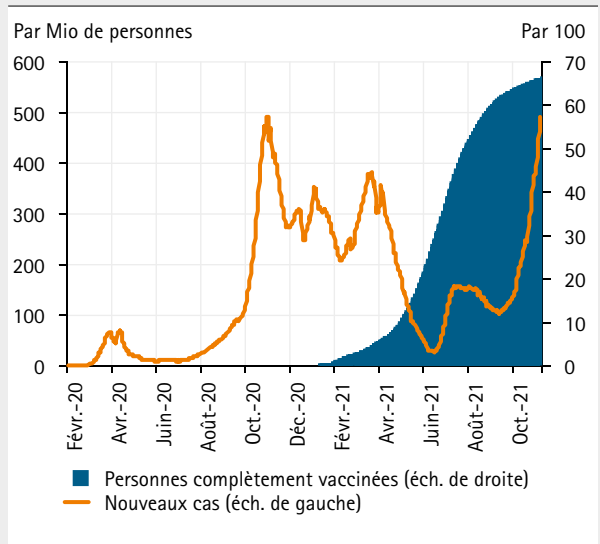
Les enquêtes de conjoncture en zone euro entre plafonnement et dégradation



Sources: Commission européenne, Markit

Graphique 1.4

Forte résurgence des infections au coronavirus dans l'UE depuis la mi-octobre



Source: Our World in Data

L'économie chinoise perturbée

La dynamique économique en Chine avait sensiblement ralenti sur la première moitié de 2021. Cela relevait en partie d'une certaine normalisation de la croissance², mais aussi de certains ajustements de la politique économique visant à redonner la priorité au désendettement privé et public. Les autorités ont notamment durci les conditions de crédit et d'autres contraintes prudentielles, ce qui a fragilisé la situation et l'activité des acteurs du secteur immobilier (lourdement endetté, à l'image du promoteur Evergrande qui s'est par la suite retrouvé en défaut de paiement) et de la construction. Elles ont également freiné les investissements dans les infrastructures publiques. Au 3^e trimestre, le PIB s'est replié de presque 1% sur un trimestre, sous l'effet notamment de nouvelles restrictions liées à la résurgence de l'épidémie (qui ont pesé sur la mobilité et la consommation des ménages), de réglementations plus restrictives pour les acteurs du numérique et de difficultés d'approvisionnement touchant l'industrie³. L'activité devrait se redresser au 4^e trimestre (les indices PMI ont touché un point bas en août et se sont légèrement repris depuis), mais les perspectives concernant l'immobilier et la construction (qui ont largement stimulé la croissance chinoise sur les dernières années) demeurent assombries. Les autres économies asiatiques, de par l'intensité de leurs relations commerciales avec la Chine, seraient les plus exposées à un ralentissement tendanciel dans l'Empire du Milieu.

Zone euro: retour de la croissance suite au relâchement des restrictions...

Après être retombée en légère récession au tournant de 2020 et 2021, la zone euro a nettement rebondi aux 2^e et 3^e trimestres 2021 (avec respectivement +2.1% et +2.2% sur un trimestre), sous l'effet majeur de la levée de mesures de restrictions⁴. À l'issue du 3^e trimestre, le PIB de la zone euro rejoint ainsi presque son niveau d'avant-crise (-0.5% par rapport au 4^e trimestre 2019). L'Espagne affiche cependant encore un recul conséquent par rapport à ce niveau (-6.6%), tandis que certains États membres l'ont déjà dépassé (Pays-Bas, Autriche, Finlande et Luxembourg notamment).

Note de conjoncture
N° 2-2021

9

1. Conjoncture internationale

² L'économie chinoise avait fortement été impactée par les conséquences de l'épidémie de COVID-19 au 4^e trimestre 2019 et au 1^{er} trimestre 2020. Le rebond qui a suivi, avec des effets de rattrapage, a été particulièrement prononcé jusqu'au 4^e trimestre 2020.

³ Plusieurs usines se sont retrouvées à l'arrêt suite à des coupures d'électricité, du fait de la hausse des prix du charbon, mais aussi des mesures de rationnement dans certaines régions visant au respect des objectifs en matière d'émissions.

⁴ Pour les quatre premières économies de la zone euro (ALL, FR, IT, ES), l'indice de sévérité des restrictions calculé par l'Université d'Oxford est passé en moyenne de 73 points au 1^{er} trimestre 2021 à 68 points au 2^e trimestre puis à 56 points au 3^e.

Tableau 1.1
Prévisions de la Commission européenne

	PIB à prix constants			Prix implicites de la consommation privée			Nombre de chômeurs			Solde budgétaire		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
				Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB		
Belgique	6.0	2.6	1.9	2.1	2.3	1.7	6.2	6.3	5.8	-7.8	-5.1	-4.9
Allemagne	2.7	4.6	1.7	3.1	2.1	1.7	3.6	3.4	3.2	-6.5	-2.5	-0.5
Irlande	14.6	5.1	4.1	3.6	3.1	1.5	7.5	6.8	6.2	-3.2	-1.7	-0.3
Grèce	7.1	5.2	3.6	0.1	1	0.4	15.3	15.0	14.5	-9.9	-3.9	-1.1
Espagne	4.6	5.5	4.4	1.9	1.2	1.0	15.2	14.3	13.9	-8.1	-5.2	-4.2
France	6.5	3.8	2.3	1.5	1.9	1.4	8.0	8.0	7.9	-8.1	-5.3	-3.5
Italie	6.2	4.3	2.3	1.8	2.1	1.4	9.8	9.3	9.2	-9.4	-5.8	-4.3
Luxembourg¹	5.8	3.7	2.7	2.1	1.9	1.7	6.1	5.8	5.7	-0.2	0.2	0.3
Pays-Bas	4.0	3.3	1.6	2.2	2.2	1.5	3.5	3.6	3.6	-5.3	-2.1	-1.0
Autriche	4.4	4.9	1.9	2.9	3.1	2.2	5.0	4.6	4.5	-5.9	-2.3	-1.3
Portugal	4.5	5.3	2.4	1.2	1.8	1.4	6.7	6.5	6.4	-4.5	-3.4	-2.8
Finlande	3.4	2.8	2.0	1.8	1.9	1.9	7.7	6.9	6.5	-3.8	-2.4	-1.1
Danemark	4.3	2.7	2.4	1.7	1.8	1.6	4.8	4.5	4.3	-0.9	1.3	1.4
Suède	3.9	3.5	1.7	2.5	2.0	1.2	8.2	7.1	6.7	-0.9	0.3	0.9
UE	5.0	4.3	2.5	2.4	2.3	1.6	7.1	6.7	6.5	-6.6	-3.6	-2.3
Zone euro	5.0	4.3	2.4	2.2	2.0	1.5	7.9	7.5	7.3	-7.1	-3.9	-2.4
Royaume-Uni	6.9	4.8	1.7	1.7	2.4	2.0	4.9	4.7	4.4	-10.1	-5.5	-4.5
États-Unis	5.8	4.5	2.4	3.3	2.5	2.0	5.5	4.2	4.0	-11.4	-7.9	-6.8
Japon	2.4	2.3	1.1	-0.4	0.4	0.4	2.8	2.6	2.4	-9.1	-5.0	-3.9

¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC.
Source: Commission européenne (11.11.2021)

Le PIB de l'Allemagne a montré une progression inférieure à celle de l'ensemble des autres pays de la zone euro aux 2^e et 3^e trimestres 2021. Il faut dire que l'Allemagne souffre particulièrement des problèmes d'approvisionnement, notamment dans le domaine de l'industrie automobile. Alors que la production industrielle de la zone euro tend à se stabiliser depuis le début de l'année, celle de l'Allemagne a ainsi repris une tendance baissière à partir du 2^e trimestre⁵.

Pour les différents pays de la zone euro, si l'on compare les prévisions de la Commission européenne du printemps dernier à celles diffusées début novembre (cf. [tableau 1.1](#)), l'Allemagne est d'ailleurs l'un des rares pays pour lesquels la croissance prévue pour 2021 est révisée à la baisse (de -0.7 point de %, l'Espagne est aussi dans ce cas avec -1.5 point). Pour l'ensemble de la zone euro, elle est en effet nettement revue à la hausse (+0.7 point), essentiellement en raison d'une progression de l'activité meilleure qu'escompté aux 2^e et 3^e trimestres. L'évolution du chômage a également été bien plus favorable que prévu cette année (avec un taux à 7.9% de la population active en zone euro, contre 8.4% anticipés précédemment).

... mais une nouvelle vague d'infections pourrait infléchir la vigueur de la reprise

Les perspectives pour le 4^e trimestre sont plus mitigées. Les indicateurs synthétiques issus des enquêtes de conjoncture en zone euro tendent à plafonner voire à se dégrader légèrement selon les sources (cf. [graphique 1.3](#)). Ils demeurent à des niveaux élevés, mais n'indiquent pas de direction claire à l'entrée du dernier trimestre.

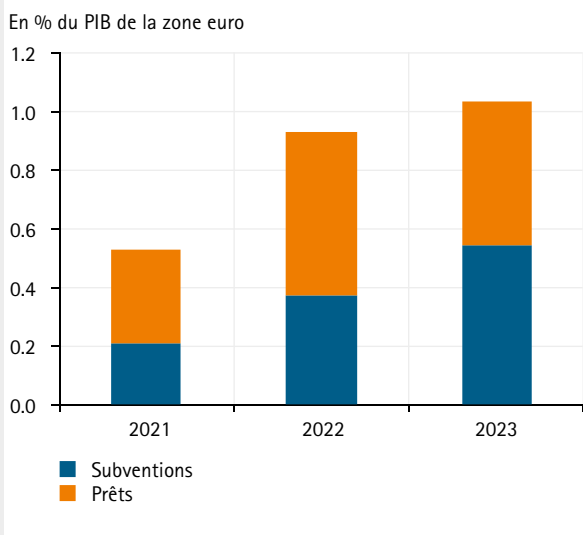
Ce qui est beaucoup plus clair par contre, c'est la nouvelle – et puissante – vague d'infections au coronavirus (cf. [graphique 1.4](#)). L'Europe est sur la fin de 2021 la région du monde où les infections sont le plus nettement reparties à la hausse, notamment dans certains pays proches du Luxembourg⁶.

Les structures de soins commencent à se retrouver sous tension (malgré l'avancée de la vaccination, qui limite le nombre de cas graves) et plusieurs États membres ont dû opter récemment pour un nouveau durcissement des mesures de prévention. Celui-ci pourrait peser sur l'activité de certaines branches sur la fin de l'année et le début de 2022 (et n'a pas pu être pleinement intégré dans les prévisions finalisées avant la mi-novembre). Certaines de ces mesures sont en outre ciblées sur les personnes non vaccinées, ce qui s'accompagne de quelques troubles sociaux.

⁵ Au 3^e trimestre 2021, l'Allemagne voit sa production industrielle augmenter de 2.6% sur un an (contre presque 6% en zone euro). Pour son industrie automobile, la production baisse de 23% sur la même période.

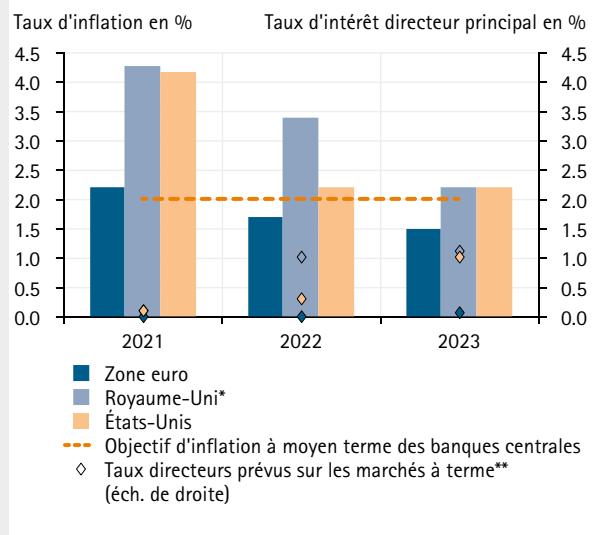
⁶ La hausse des infections en novembre est particulièrement marquée en Allemagne, en Autriche, en Belgique, aux Pays-Bas et en Suisse.

Graphique 1.5
Déboursement prévu des fonds du plan de relance européen pour la zone euro



Sources: Commission européenne, Banque centrale européenne

Graphique 1.6
Prévisions d'inflation et taux d'intérêt directeurs



* Prévisions pour le dernier trimestre de chaque année

** Taux d'intérêt des opérations principales de refinancement

Sources: Banque centrale européenne (09/09/21), Fed (22/09/21), BoE (11/21), enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels

Des plans de relance et des politiques monétaires encore accommodantes en soutien de l'activité

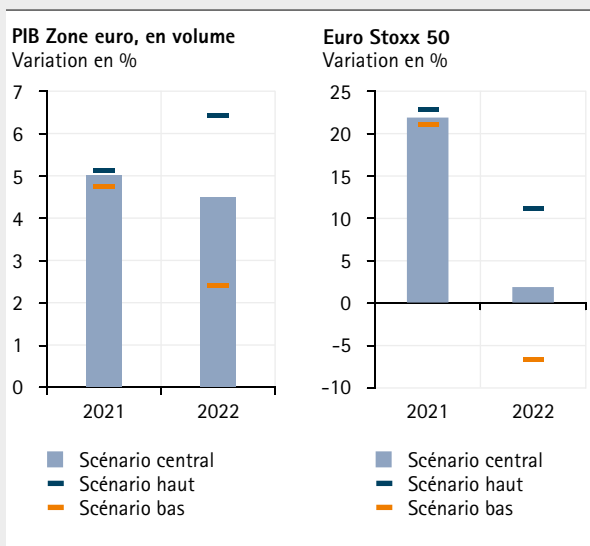
Le Fonds de relance européen "Next Generation EU" a été validé en juillet 2020 et doté de 750 Mia EUR afin d'aider les États membres à affronter les défis posés par la double transition verte et numérique dans un contexte post COVID-19. Chaque État membre a dû présenter un plan détaillant les investissements et les réformes prévus autour de six piliers: la transition énergétique, la transformation numérique, la croissance durable et inclusive, la cohésion sociale et territoriale, la résilience sanitaire, économique, sociale et institutionnelle et les politiques pour les générations futures. Les fonds alloués aux États peuvent être engagés dans les années 2021 à 2023 et déboursés jusqu'en 2026.

Selon les informations disponibles, la moitié des montants reçus par les pays membres de l'UE pour les plans de relance devrait être déboursée avant 2023 et un quart en 2024. La moitié des investissements prévus serait allouée à l'objectif climatique (financer la réduction des émissions, les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique) alors que 32% des investissements ont pour objectif la transformation numérique. Le Luxembourg, qui devrait obtenir 93 Mio EUR de subventions, a prévu que 61% des investissements contribueront aux efforts dans la lutte contre le changement climatique et 32% à la digitalisation de l'économie.

Les politiques monétaires restent accommodantes pour soutenir la reprise de l'activité et maintenir des conditions de financement favorables. Les programmes d'achats d'actifs des banques centrales européennes et américaines ont fait gonfler leurs bilans de respectivement +23% et +21% sur un an en octobre 2021. En septembre, le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé que des conditions de financement favorables peuvent être maintenues avec un rythme plus faible d'achats d'actifs et la Réserve fédérale américaine a signalé qu'elle commencerait à réduire ses achats d'actifs dès la mi-novembre. Les banques centrales restent toutefois partagées sur le caractère temporaire des pressions inflationnistes et sur le moment le plus opportun pour commencer à relever les taux d'intérêt.⁷ Les prévisions des professionnels et des marchés à terme pointent vers une première hausse des taux directeurs dès l'année prochaine au Royaume-Uni et aux États-Unis, mais plutôt à la fin de 2023 en zone euro.

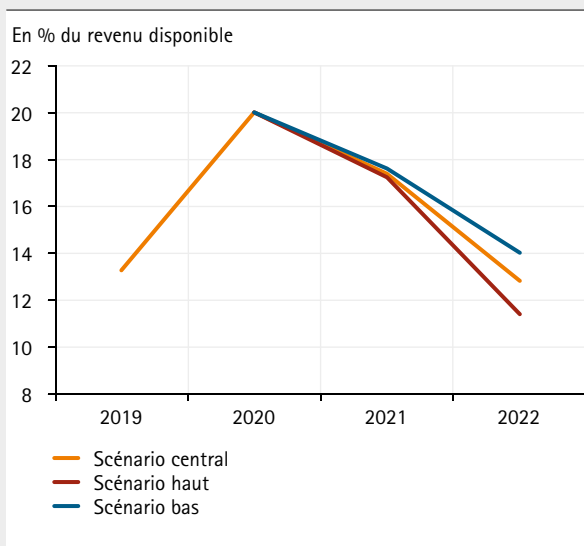
⁷ Les banques centrales européennes, américaines et anglaises ont récemment revu leur objectif de stabilité des prix, qui vise à présent un taux d'inflation de 2% à moyen terme avec des dépassements temporaires tolérés.

Graphique 1.7
Prévisions des principales variables internationales



Source: Oxford Economics

Graphique 1.8
Prévisions pour le taux d'épargne en zone euro



Source: Oxford Economics

Vers une croissance de 5% en zone euro en 2021 et 4.5% en 2022

Concernant l'environnement économique international, les hypothèses retenues par le STATEC sont basées sur les prévisions fournies par Oxford Economics. Ces dernières ont l'avantage de comporter de nombreuses variables qui ne sont pas forcément disponibles auprès des institutions internationales ou qu'elles n'actualisent pas de manière aussi régulière.

Selon ces prévisions, le PIB de la zone euro devrait progresser de 5% en 2021 et de 4.5% en 2022, des chiffres très proches de ceux émis par les institutions internationales⁸. Ces perspectives, surtout pour 2022 (puisque les résultats de 2021 se basent maintenant en grande partie sur des données observées), sont bien entendu assorties de risques, de facteurs d'incertitude, qui peuvent jouer à la hausse ou à la baisse. Certains de ces risques sont formalisés au travers de deux scénarios alternatifs: l'un plus optimiste que le scénario central (scénario haut), l'autre plus négatif (scénario bas). La différence entre ces deux scénarios et la prévision centrale tient essentiellement à l'évolution de la pandémie (ils sont explicités plus en détail au bas du [tableau 1.2](#)).

Ils aboutissent à une fourchette de croissance pour la zone euro en 2022 allant de 2.4 à 6.4%. Le comportement des marchés boursiers, crucial pour l'activité du secteur financier luxembourgeois ([cf. chapitre 2](#)), serait très différent dans ces deux scénarios.

Des perspectives pour l'épargne et la consommation très dépendantes de l'évolution de la situation sanitaire

Un autre élément d'incertitude directement lié à la pandémie concerne la trajectoire de la consommation, et notamment le recyclage de la sur-épargne accumulée depuis le début de cette crise. La consommation des ménages devrait en effet apporter en 2022, comme en 2021, une contribution importante à la croissance du PIB de la zone euro. Or, les phases de confinement/déconfinement ou de durcissement/assouplissement des restrictions traversées depuis 2020 montrent bien que la consommation des ménages réagit très fortement à l'évolution de la situation sanitaire et des mesures qui sont prises en conséquence. La baisse du taux d'épargne serait donc plus ou moins prononcée selon les scénarios ([cf. graphique 1.8](#)).

⁸ Pour 2021, la Commission européenne ainsi que le FMI tablent aussi sur une croissance de 5.0%. Les deux institutions envisagent une croissance légèrement moins prononcée (4.3%) que celle retenue par le STATEC pour 2022. Les prévisions d'automne de l'OCDE ne sont pas encore connues à l'heure de la rédaction (elles seront publiées le 1^{er} décembre).

Tableau 1.2
Principales hypothèses internationales

			Scénario central		Scénario haut¹		Scénario bas²	
	1995–2020	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022
			Évolution en % sauf si spécifié différemment					
PIB en vol. zone euro	1.2	-6.5	5.0	4.5	5.1	6.4	4.8	2.4
Demande mondiale (biens, vol.)	4.1	-6.8	9.5	4.7	9.6	7.1	9.2	1.9
Demande mondiale (services, vol.)	3.3	-18.6	3.2	18.9	3.2	19.8	3.1	17.8
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	3.5	-4.7	21.8	1.9	22.8	11.1	21.1	-6.8
Prix PIB zone euro	1.5	1.5	1.2	1.9	1.2	2.3	1.2	1.7
Prix pétroliers (baril/USD)	54.6	41.8	71.5	66.2	73.4	75.8	71.4	60.1
Taux de change (EUR/USD)	1.20	1.14	1.19	1.18	1.19	1.17	1.18	1.17
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. active)	8.7	6.6	6.9	7.0	6.9	6.5	7.0	7.5
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.7	0.1	0.1	0.5	0.1	0.6	0.1	0.3

Source: Oxford Economics (2021-2022: prévisions)

¹ Dans le scénario haut, une vaccination rapide permettrait de réduire l'incertitude et renforcerait la confiance des ménages et entreprises.

Les ménages utiliseraient une partie de l'épargne accumulée lors de la crise du COVID. La hausse de la consommation conforterait le rebond économique à court terme et permettrait de retrouver à moyen terme un niveau du PIB mondial comparable à un scénario sans crise COVID.

² Dans le scénario bas, la propagation de nouveaux variants du COVID entraînerait de nouvelles restrictions sanitaires contraignant la demande et perturbant davantage les chaînes de valeurs. La reprise économique de 2022 serait limitée et les marchés financiers fragilisés.

En cas de redressement plus marqué de la consommation (que dans le scénario central), la pression sur les taux d'intérêt à long terme et sur les prix serait aussi plus forte.

Ceci étant, l'évolution des prix dépend aussi d'autres facteurs que de ceux liés uniquement à la demande. La persistance de goulets d'étranglement résultant de problèmes d'offre, la déconnexion des prix de l'énergie par rapport aux fondamentaux (comme on le constate actuellement pour les prix du gaz, cf. chapitre 6) pourrait également générer plus d'inflation que prévu et dans ce cas-là jouer à la baisse sur la consommation en venant rogner le pouvoir d'achat des ménages. Ce risque baissier n'est pas explicitement pris en compte ici.

Les scénarios alternatifs dessinent également une fourchette très large concernant l'évolution du chômage dans la Grande Région, qui a un fort impact sur l'emploi et le chômage au Luxembourg. Celui-ci devrait plus ou moins se stabiliser à 7% de la population active en 2022, mais pourrait s'accroître ou diminuer d'un demi-point en cas d'aggravation, ou d'amélioration, de la situation sanitaire par rapport à la trajectoire du scénario central retenu dans cette Note de conjoncture.

In fine, les développements récents de la pandémie, et en particulier la très forte remontée des infections en Europe sur la fin de 2021, renforcent la crédibilité (ou la probabilité) du scénario bas, ou du moins laissent envisager des résultats moins favorables que ceux du scénario central.



Activité économique

2

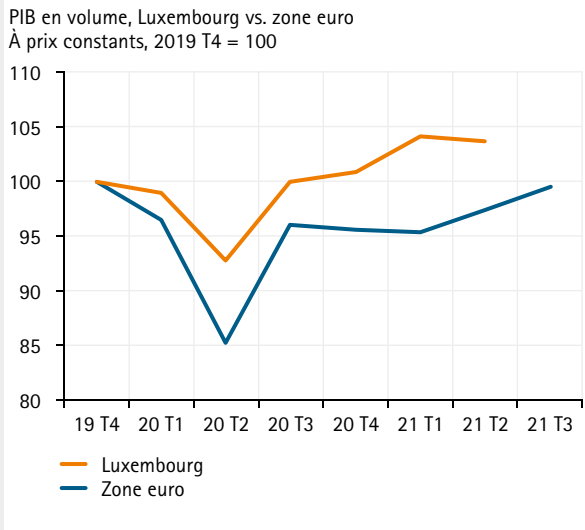
L'activité économique au Luxembourg demeure bien orientée à l'approche de 2022. Le PIB a certes enregistré un léger recul au 2^e trimestre 2021, mais il était resté très dynamique sur les deux trimestres précédents, pendant lesquels la zone euro s'était retrouvée en récession.

Les enquêtes de conjoncture témoignent d'un niveau de confiance encore élevé des entreprises luxembourgeoises jusqu'en octobre, même si l'industrie et la construction sont affectées, comme dans le reste de la zone euro, par des difficultés d'approvisionnement et peinent à satisfaire la demande. Les services non financiers présentent dans leur ensemble des perspectives favorables pour le 3^e trimestre, mais l'Horeca demeure dans une situation difficile. Les services financiers continuent pour leur part à bénéficier de la très bonne tenue des marchés boursiers.

Pour l'année 2021, la croissance du PIB devrait avoisiner les 7%, puis retomber à 3.5% en 2022. L'aggravation récente de la situation sanitaire au Luxembourg et chez nos voisins européens, et par conséquent la perspective de restrictions à l'activité encore significatives, demeure le principal risque baissier entourant ces prévisions.

Graphique 2.1

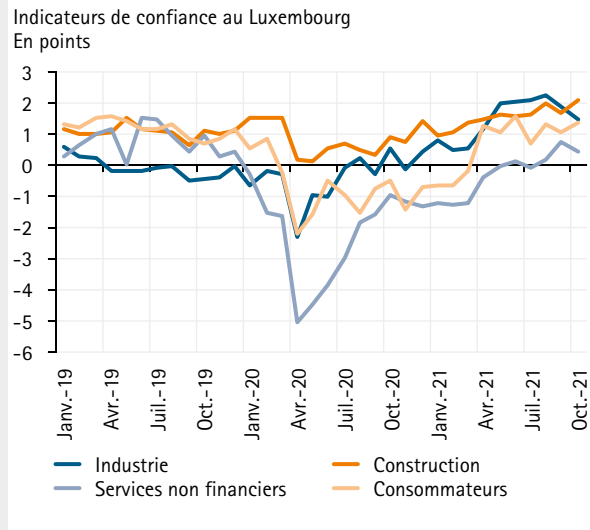
Le PIB du Luxembourg bien orienté sur la première moitié de 2021...



Sources: Eurostat, STATEC

Graphique 2.2

... et la confiance des acteurs économiques demeure élevée à l'entrée de l'automne



Sources: STATEC, BCL (données centrées-réduites)

Malgré un léger reflux au 2^e trimestre, l'économie luxembourgeoise est dans une phase de reprise dynamique

Au 2^e trimestre 2021, le PIB a enregistré un repli de 0.5% sur un trimestre, contrastant avec le fort rebond observé dans l'ensemble de la zone euro (+2.1% sur un trimestre). Ce sont surtout les services de transports qui contribuent à cette baisse. Par ailleurs, la contribution des services financiers et des services d'information et communication a été bien moins positive que sur les trimestres précédents.

Il est important de noter qu'au cours du 4^e trimestre 2020 et du 1^{er} trimestre 2021, l'activité dans les services financiers et non financiers avait été très soutenue au Luxembourg, débouchant sur une croissance trimestrielle du PIB de respectivement +0.8 et +3.2%, et ce alors que l'ensemble de la zone euro était en récession. De ce point de vue, la baisse de 0.5% au 2^e trimestre ressemble davantage à une correction qu'à une véritable rechute. À l'issue de ce trimestre, le PIB luxembourgeois se situe à 3.5% au-dessus de son niveau d'avant-crise (4^e trimestre 2019), alors que celui de la zone euro est encore inférieur de 3% à celui-ci (il en est néanmoins très proche au 3^e trimestre d'après les premières estimations).

À l'issue du 2^e trimestre, l'acquis de croissance pour 2021¹ atteint ainsi 5.7% et les perspectives concernant l'évolution du PIB sur la deuxième moitié de l'année sont positives. Malgré des difficultés persistantes en matière d'offre dans certaines branches (voir ci-après), le climat conjoncturel a en effet eu tendance à s'améliorer sur l'été et le début de l'automne, comme l'indiquent notamment la bonne tenue des enquêtes de conjoncture au Luxembourg (cf. graphique 2.2) et de la croissance en zone euro (+2.2% sur un trimestre au 3^e trimestre, après +2.1% au 2^e trimestre).

Les branches qui avaient bien résisté au cœur de la crise continuent à soutenir la progression de l'activité

Sur l'ensemble du 1^{er} semestre 2021, et encore davantage au 2^e trimestre, la plupart des branches de l'économie enregistrent un très net rebond par rapport à l'année passée (cf. tableau 2.1). Ceci résulte bien entendu du niveau d'activité extrêmement faible du début de 2020, marqué par l'impact des restrictions (confinement, mise à l'arrêt de certaines activités, fermeture des établissements d'enseignement, etc.).

¹ C'est-à-dire la croissance obtenue sous l'hypothèse que le PIB se stabilise au niveau du 2^e trimestre sur le restant de l'année (hors révisions sur les trimestres précédents).

Tableau 2.1
Valeur ajoutée par branche

	Poids				Année		Trimestre				
Nace rév. 2	2020	2017	2018	2019	2020	20 T2	20 T3	20 T4	21 T1	21 T2	
	en %				Variation annuelle en %						
Valeur ajoutée en volume											
Agriculture, sylviculture et pêche	0.2	-6.9	11.9	-3.6	-5.5	-9.9	-4.2	-6.8	2.4	6.6	
Industrie	6.6	-11.6	0.0	11.0	-5.2	-19.0	-1.4	2.5	4.1	25.8	
Construction	5.4	-1.6	2.4	12.6	-5.7	-20.9	-1.0	3.3	10.3	26.8	
Commerce, transport, Horeca	13.7	4.5	-1.3	-1.0	-8.8	-19.8	-3.9	-4.3	8.3	21.0	
Information et communication	6.7	4.6	3.0	-5.6	11.4	10.7	9.5	12.6	19.2	16.0	
Activités financières et d'assurance	27.2	-0.2	-0.7	1.8	1.7	-0.5	1.0	1.2	2.7	4.8	
Activités immobilières	8.4	3.2	1.2	3.1	-0.4	-1.4	-0.6	0.1	0.3	1.0	
Services aux entreprises et location	14.0	1.4	8.1	8.2	-4.3	-8.6	-4.6	-0.8	5.9	10.8	
Adm. publique, défense, éducation et santé	16.2	3.6	4.4	3.2	4.5	2.6	5.6	5.1	6.6	7.7	
Autres services¹	1.6	1.7	1.0	4.5	-6.0	-12.5	-5.6	-3.1	1.3	13.1	
Total	100.0	0.9	1.8	3.4	-0.9	-6.4	0.2	1.6	5.9	11.3	

Source: STATEC (Comptes nationaux)

¹ Arts, spectacles et activités récréatives, services personnels, activité des ménages, activités extraterritoriales.

Au croisement de 2020 et 2021, le Luxembourg a de nouveau opté pour un durcissement des restrictions, notamment avec la fermeture des restaurants et de certains commerces ou la limitation de certaines activités à forte interaction sociale physique. En cela, le Luxembourg a suivi une stratégie relativement similaire à celle des autres pays européens pour faire alors face à une troisième vague d'infections au coronavirus². Le degré des restrictions à cette période au Grand-Duché est cependant demeuré moins sévère que dans ses pays voisins (sur base de l'indice des restrictions élaboré par l'université d'Oxford, qui fait référence en la matière).

Ceci explique certainement dans une certaine mesure la meilleure performance économique du Luxembourg à ce moment-là, mais d'autres éléments ont joué favorablement et de manière a priori plus significative. À commencer par la bonne tenue de l'activité dans les branches qui n'avaient déjà été que peu affectées par les conséquences de la pandémie sur l'ensemble de 2020, comme le secteur financier, les services d'information et communication et une partie du transport aérien. Ces trois domaines expliquent environ la moitié de la progression du PIB du 4^e trimestre 2020 au 1^{er} trimestre 2021, complétée par les hausses de la valeur ajoutée du commerce et des services aux entreprises.

Au niveau de la zone euro, la levée de certaines mesures de restrictions a relancé la croissance au 2^e trimestre 2021 (ainsi qu'au 3^e). On ne retrouve pas ce mouvement au Luxembourg, le PIB ayant légèrement reculé au 2^e trimestre. Mais cette baisse ne recèle pas d'éléments qui indiqueraient de véritable retournement de tendance dans telle ou telle branche.

À l'issue du 2^e trimestre 2021, la plupart des branches de l'économie luxembourgeoise ont dépassé, en termes de valeur ajoutée en volume, leur niveau d'avant-crise (à savoir celui du 4^e trimestre 2019). Ce n'est cependant pas encore le cas pour l'Horeca (-50% environ) et les activités culturelles et sportives³ (-7%), qui demeurent les plus contraintes par la baisse de la fréquentation internationale et les mesures de distanciation sociale.

² Le timing des contaminations et des restrictions a cependant différé selon les pays. Pour la France par exemple, les restrictions ont davantage pesé sur le dernier trimestre de 2020, alors que c'est surtout au 1^{er} trimestre 2021 qu'elles ont impacté l'Allemagne.

³ Branche "Arts, spectacles et activités récréatives".

Tableau 2.2
PIB et composantes de la demande

	Année						Trimestre		
	2017	2018	2019	2020	20 T2	20 T3	20 T4	21 T1	21 T2
	Variation annuelle en %								
Dépense de consommation finale des ménages	3.0	2.7	2.5	-6.9	-18.4	-1.1	-5.2	0.3	14.3
Dépense de consommation finale des admin. publiques	4.0	4.7	3.9	7.7	6.0	8.0	9.5	4.4	4.7
Formation brute de capital fixe	5.3	-6.2	9.8	-4.6	-18.7	8.8	-1.5	11.1	29.8
Exportations de biens et de services	-0.2	3.6	5.8	1.3	-3.0	0.8	5.0	9.8	15.0
Exportations de biens	5.7	0.3	1.2	-6.7	-21.3	-1.0	0.3	7.9	29.4
Exportations de services	-1.9	4.4	7.5	4.4	3.0	1.9	7.8	11.7	12.7
Exportations de services financiers	0.1	-0.1	-1.9	0.9	-0.2	0.1	2.6	3.1	6.2
Exportations de services non financiers	-5.3	12.8	23.2	9.1	7.2	4.4	14.0	23.0	20.7
Importations de biens et de services	0.8	3.2	6.9	1.6	-3.7	2.6	5.2	9.8	16.4
Importations de biens	5.6	-0.5	1.3	-6.9	-18.1	1.6	-5.2	2.3	21.3
Importations de services	-0.9	4.5	9.2	4.6	1.6	3.4	8.5	12.0	16.0
Importations de services financiers	-0.1	-1.4	-4.2	2.7	2.1	2.2	6.4	4.7	7.1
Importations de services non financiers	-1.7	11.0	22.4	6.1	1.2	4.2	10.0	17.6	23.1
PIB	1.3	2.0	3.3	-1.8	-7.7	-0.2	0.8	5.2	11.8

Source: STATEC (données en volume)

À l'opposé, les services d'information et communication affichent un volume d'activité d'environ 20% supérieur à celui d'avant-crise. Même si cette branche a fait l'objet de fortes révisions dans le cadre de la grande révision des comptes nationaux annuels⁴, elle demeure parmi les plus dynamiques et a largement contribué à la bonne tenue de l'activité depuis le début de 2020.

La consommation déçoit (pour l'instant), l'investissement se redresse

La consommation des ménages avait fortement rebondi au 3^e trimestre 2020, intégrant probablement certains effets de rattrapage après le confinement du printemps, où la fermeture d'enseignes commerciales avait d'une certaine manière "empêché" une partie de la consommation (côté demande, le déploiement du télétravail et la moindre mobilité l'avaient aussi réduite). La consommation privée a repris ensuite une tendance baissière, certainement en partie à cause de nouvelles restrictions au tournant de 2020 et 2021⁵. Mais, plus étonnant, elle a continué à se replier au 2^e trimestre 2021 (-1.7% sur un trimestre), à contre-courant de l'évolution observée en zone euro (+3.4%). Ceci étant, les données des comptes trimestriels pour le 2^e trimestre se basent en partie sur des estimations, et des chiffres recueillis ultérieurement indiquent une tendance plus favorable pour la consommation des ménages (notamment pour la consommation des résidents à l'étranger), ce qui devrait entraîner une révision à la hausse⁶.

Les dépenses de consommation publique avaient très fortement progressé en 2020 sous l'effet des conséquences de la pandémie, de presque 8% en volume (à comparer à une croissance annuelle moyenne de quelque 3% depuis 1995). Elles ont nettement ralenti au 1^{er} semestre (+0.4% entre le dernier trimestre 2020 et le 2^e trimestre 2021).

Du côté de l'investissement, les résultats sont bien orientés sur le début de 2021⁷, principalement du fait de dépenses accrues en machines et équipements, mais aussi de celles relatives aux travaux de construction (résidentielle ou autre).

Les exportations poursuivent la dynamique haussière entamée au 3^e trimestre 2020, avec une bonne tenue du côté des services (financiers et non financiers), mais un léger repli au 2^e trimestre 2021 des expéditions de biens.

⁴ Cf. étude 7.3 dans cette Note de conjoncture.

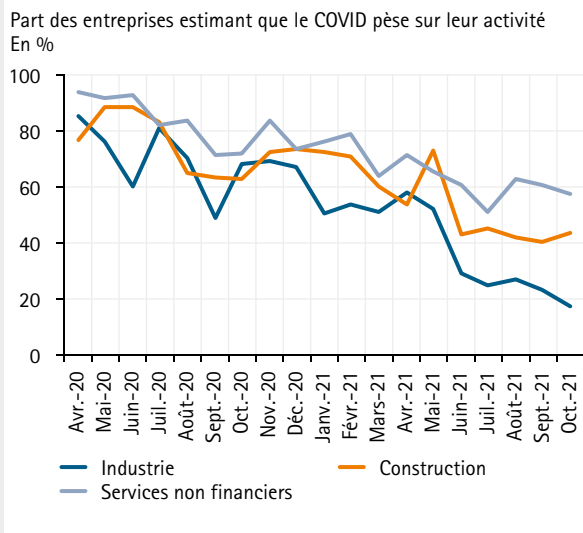
⁵ Fermeture des restaurants et cafés (sauf vente à emporter) du 26 novembre 2020 au 6 avril 2021, fermeture des commerces non essentiels du 26 décembre 2020 au 10 janvier 2021.

⁶ Ceci n'aura cependant que peu d'incidence sur le PIB, car les importations seront certainement aussi révisées à la hausse.

⁷ Avec une hausse en volume d'environ 3% par trimestre aux 1^{er} et 2^e trimestres 2021.

Graphique 2.3

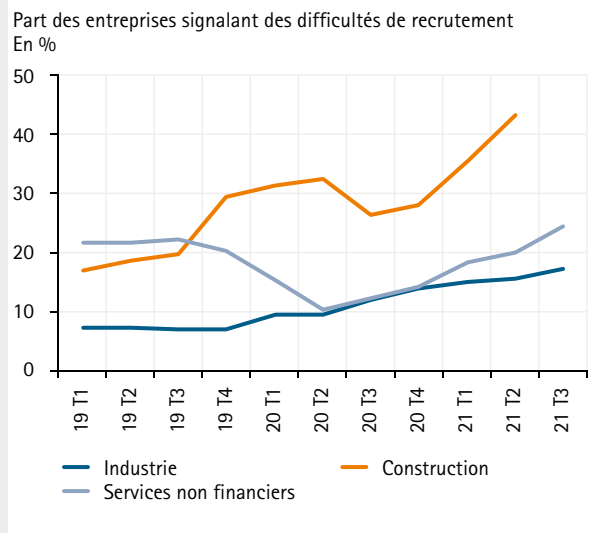
Des entreprises moins affectées par les conséquences de la pandémie...



Source: STATEC (enquêtes de conjoncture)

Graphique 2.4

... mais des signaux de tensions qui se renforcent



Source: STATEC (enquêtes de conjoncture)

Les effets négatifs de la pandémie sur l'activité s'amenuisent progressivement...

Les entreprises interrogées dans le cadre des enquêtes de conjoncture sont de moins en moins nombreuses à signaler que la pandémie de COVID-19⁸ constitue un frein à leur activité. En octobre 2021, seulement 18% des industriels estiment que c'est encore le cas (contre 75% en moyenne au 2^e trimestre 2020). Cette proportion monte à 40% environ pour le secteur de la construction et à quelque 60% pour les sociétés de services non financiers. Le STATEC ne mène pas d'enquête de conjoncture dans le secteur financier, mais une enquête conduite récemment (octobre 2021) par l'agence Luxembourg for Finance indique que la moitié des acteurs sondés estimaient qu'ils n'étaient plus préoccupés par l'influence de la pandémie sur les services financiers⁹.

Si les services non financiers sont dans leur ensemble encore significativement affectés par les conséquences de la pandémie, ils le sont à des degrés très divers selon les domaines d'activité. Sans grande surprise, l'ensemble des sociétés de l'hébergement, de la restauration et des services de voyages (agences de voyages, services de réservation) jugent encore que le COVID-19 contraint leur volume d'affaires. C'est également le cas pour le transport aérien (malgré la bonne tenue du fret aérien depuis le début de la crise) et pour les activités liées à l'emploi¹⁰ (agences d'intérim, recrutement). À l'inverse, pour les sociétés de conseil de gestion, les transports terrestres, les activités immobilières et les services administratifs aux entreprises, la part des entreprises incriminant la pandémie ne concerne plus que 20 à 30% d'entre elles.

... mais des difficultés pèsent sur l'offre

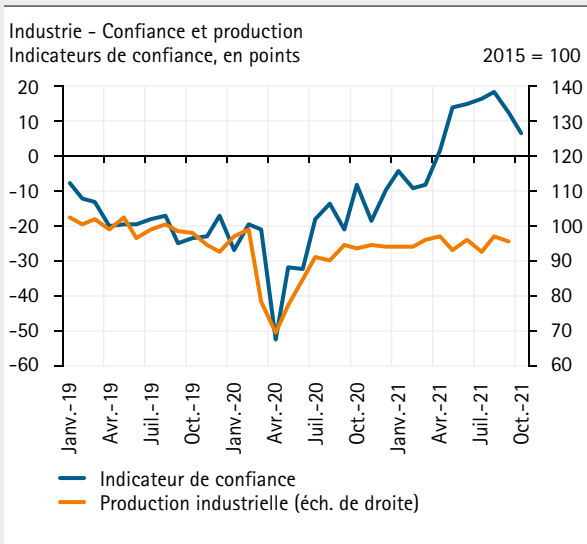
Si la crise sanitaire n'affecte plus autant les entreprises, d'autres motifs d'inquiétude ont depuis émergé et gagnent en importance. Des difficultés à recruter du personnel sont de plus en plus évoquées par les entreprises. Celles-ci touchent en particulier la construction, mais elles ont aussi considérablement augmenté dans les services et l'industrie depuis un an. Les difficultés d'approvisionnement liées au phénomène mondial de "goulets d'étranglement" (cf. chapitre 1 et ci-après) pèsent également sur les capacités d'offre des entreprises. Elles touchent en particulier l'industrie, la construction et certains commerces.

⁸ Cette question spécifique a été introduite dans les enquêtes de conjoncture du STATEC en avril 2020.

⁹ <https://www.luxembourg-forfinance.com/news/surge-in-optimism-however-increasing-fragmentation-within-the-single-market-a-concern/>

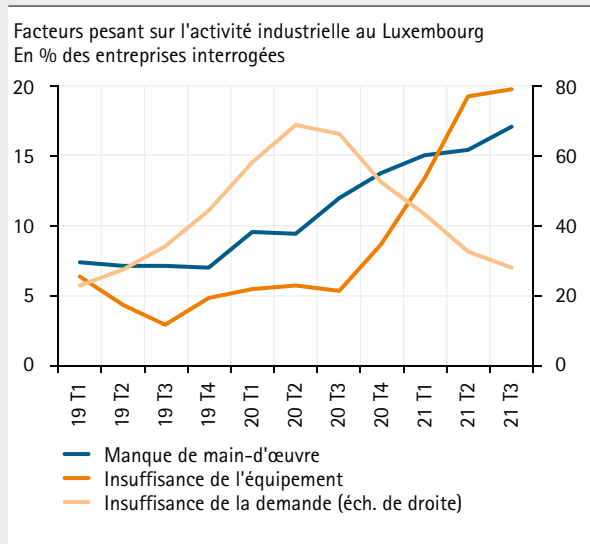
¹⁰ C'était du moins le cas jusqu'en septembre pour les activités liées à l'emploi (dans l'enquête d'octobre, cette proportion tombe à seulement 30% environ; à voir si ce mouvement sera confirmé sur les prochains mois).

Graphique 2.5
Déconnexion entre la confiance des industriels et la production



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.6
La demande n'est pas le problème



Source: STATEC (enquêtes de conjoncture - données lissées sur 3 trimestres)

Industrie: une reprise étranglée

Le fort rebond de la demande de biens confronte l'industrie mondiale à des difficultés d'approvisionnement et le phénomène ne semble pas épargner le Luxembourg. Si les enquêtes du STATEC ne comportent pas de question spécifique sur les difficultés d'approvisionnement en matériaux, d'autres indicateurs laissent penser qu'elles sont bien présentes.

On observe notamment, comme dans la plupart des pays européens, une déconnexion entre la confiance des industriels – qui a poursuivi son redressement en 2021 – et la production effectivement observée, qui s'est plus ou moins stabilisée depuis la fin de 2020. Cet indicateur de confiance se base sur trois questions de l'enquête de conjoncture parmi lesquelles on retrouve l'état des carnets de commandes – qui a continué à s'améliorer cette année – et l'appréciation du niveau des stocks, qui a atteint un point historiquement bas à l'été 2021¹¹. Si les stocks sont jugés insuffisants, cela joue à la hausse sur l'indicateur de confiance car c'est le signal que la production doit augmenter. Pourtant la production ne redécroche pas, alors que les industriels estiment en grande majorité que la demande est bien là¹² (cf. graphique 2.6).

Ils signalent également, outre des difficultés accrues à attirer de la main-d'œuvre, une insuffisance croissante de l'équipement (il y a aussi peut-être des problèmes d'approvisionnement en machines). Les prix à la production sont également sous tension¹³ – un phénomène visible à l'échelle mondiale – du fait de la hausse du prix des intrants (matières premières, produits intermédiaires et énergie, cf. chapitre 3), mais sans doute aussi parce que la demande demeure soutenue.

Sur les neuf premiers mois de l'année, la production industrielle progresse de 10% environ par rapport à 2020, mais ceci résulte en grande partie d'un effet de base lié au trou d'air du 2^e trimestre 2020. Si la production tend à stagner depuis la fin de 2020, elle montre de forts contrastes entre les différents domaines d'activité. Elle poursuit une tendance haussière sur cette période pour les produits en caoutchouc, la fabrication de machines et équipements, les produits électroniques/électriques et la chimie. La sidérurgie, les produits en plastique et l'industrie textile sont en revanche orientés à la baisse¹⁴.

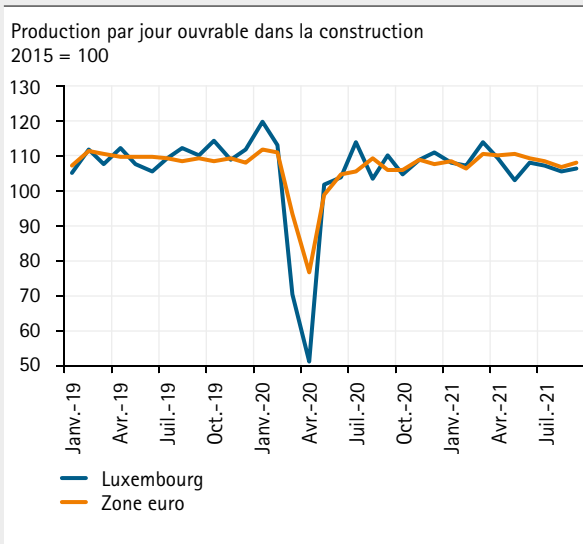
¹¹ Ils ont cependant légèrement augmenté depuis.

¹² On constate aussi que le degré d'utilisation des capacités de production, après avoir atteint un pic au 2^e trimestre 2021, a depuis légèrement diminué (tout comme en zone euro), ce qui pourrait encore une fois être un signe de difficultés d'approvisionnement.

¹³ Ils progressent de presque 7% sur un an sur les 9 premiers mois de 2021, et de 20% sur un an en septembre 2021.

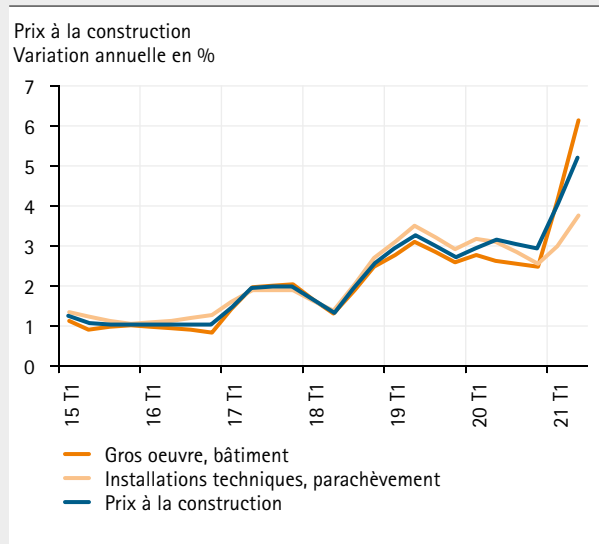
¹⁴ Par ailleurs, depuis la fin de 2020, la production de produits métalliques (hors machines et équipements) ainsi que celle de produits en verre et céramique demeurent ancrées sur de faibles niveaux (inférieurs de 20% et 60% respectivement à ceux d'avant-crise).

Graphique 2.7
La construction perd de son dynamisme...



Sources : STATEC, Eurostat (données désaisonnalisées)

Graphique 2.8
... et les prix s'emballent



Source : STATEC

Construction: les entreprises ont du mal à satisfaire la demande...

À l'instar de ce que l'on peut observer pour l'industrie, la production du secteur de la construction est entrée dans une phase de stagnation après le rebond "post-confinement"¹⁵. Et sur les derniers mois (depuis le printemps 2021), elle a même pris une allure légèrement baissière, un mouvement également perceptible au niveau de la zone euro. Au Luxembourg, cette baisse récente de la production se ressent de manière presque identique dans le bâtiment/génie civil et les travaux spécialisés.

Là encore, la confiance des entrepreneurs est pourtant bien orientée (cf. graphique 2.2), avec notamment une amélioration continue de l'état des carnets de commandes depuis la fin de 2020, et ce jusqu'en octobre 2021 (dernière enquête disponible). Si le secteur est en proie à des difficultés de recrutement de main-d'œuvre, des pénuries de matériaux viennent aussi peser sur la capacité des entreprises à répondre à la demande. Une enquête spécifique menée par la Chambre des Métiers¹⁶ montre que la pénurie de matériel et de marchandises affecte surtout le secteur de la construction (pour 60% des entrepreneurs interrogés), et se concrétise avant tout par un allongement des délais de livraison et une hausse des prix de vente.

... et les prix grimpent en flèche

Les prix à la production de cette branche montrent en effet des hausses impressionnantes au début de 2021, dépassant 5% sur un an au 2^e trimestre (un record depuis 1992!). Ce regain d'inflation s'observe pour pratiquement tous les types de prestations et provient en grande partie de la hausse du prix des matériaux. La hausse particulièrement prononcée des travaux de charpente (+20% sur un an) découle ainsi directement de la flambée des prix du bois (de la fin de 2020 jusqu'à la mi-2021, ils se sont sensiblement repliés depuis).

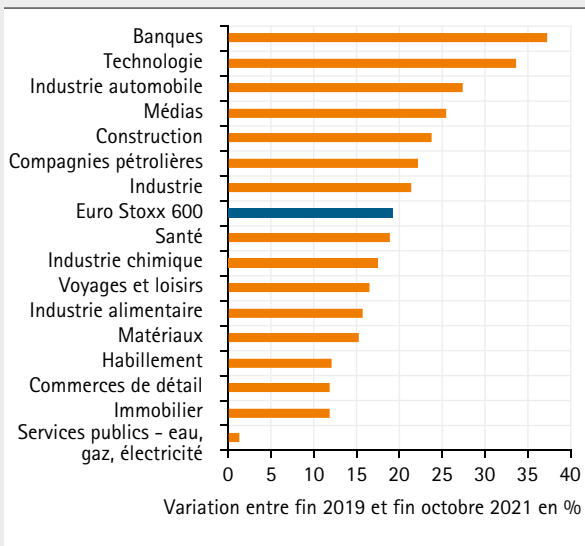
Ces hausses de prix à la production, ainsi que l'allongement des délais de livraison, sont susceptibles de se répercuter sur les prix de vente des logements (en particulier dans le domaine du neuf), alors que ceux-ci sont déjà particulièrement tendus: ils affichaient en effet une progression de 13.6% sur un an au 2^e trimestre 2021 (marquant un léger ralentissement après la hausse record du 1^{er} trimestre, +17.2% sur un an).

¹⁵ La baisse enregistrée au début de 2020, ainsi que le rebond qui suit, sont bien plus marqués au Luxembourg que dans la zone euro. Ceci est lié au fait que les chantiers de construction du Grand-Duché ont été mis à l'arrêt forcé pendant un mois (du 20 mars au 20 avril), alors qu'ils pouvaient continuer à fonctionner dans la plupart des autres pays.

¹⁶ "L'Artisanat au 2^e trimestre 2021: La pénurie de matériel pèsera-t-elle sur la relance de la construction et de la mécanique?", Chambre des Métiers, juillet 2021.

Graphique 2.9

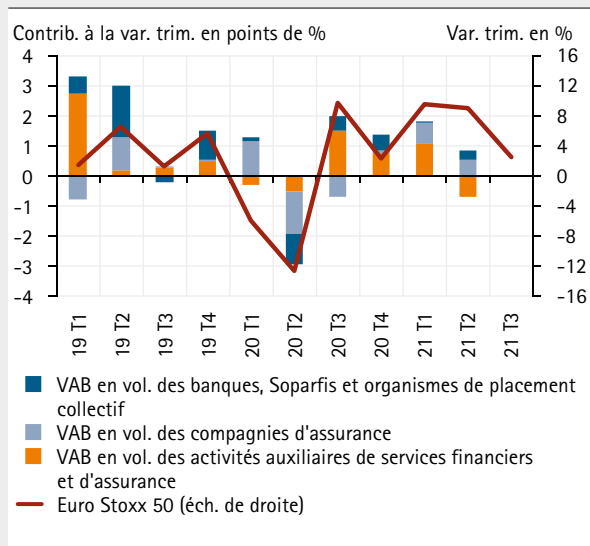
Croissance des valorisations pour tous les secteurs d'activité sur les marchés boursiers en zone euro



Source: Macrobond

Graphique 2.10

Le secteur financier porté par la confiance des investisseurs



Source: STATEC (Comptes nationaux), Macrobond

La bonne dynamique des marchés boursiers a soutenu le secteur financier

La reprise de l'activité en 2021 s'est reflétée sur les valorisations des actions en bourse. Entre la fin de 2020 et la fin d'octobre 2021, les indices Euro Stoxx 50 et 600 ont progressé de 20%, portés par une remontée dans tous les secteurs, en particulier pour les valeurs bancaires (+37% après -25% en 2020), technologiques (+34%, après +14% en 2020) et pour l'industrie automobile (+27% contre +4% en 2020). Les banques ont pu non seulement améliorer leur résultat en abaissant les provisions pour couvrir les risques de défaut et en bénéficiant de conditions de marché favorables, mais aussi redistribuer à nouveau des dividendes aux investisseurs et refaire des rachats d'actions. En septembre, les valeurs des secteurs de l'industrie, des matériaux, de la construction et de l'immobilier ont reculé face aux inquiétudes croissantes sur les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, l'accélération des prix de l'énergie et aux incertitudes concernant les difficultés financières d'Evergrande en Chine (cf. chapitre 1). Les résultats du 3^e trimestre publiés par les grandes entreprises en octobre ont toutefois été meilleurs qu'attendu et ont fait rebondir l'ensemble des valorisations.

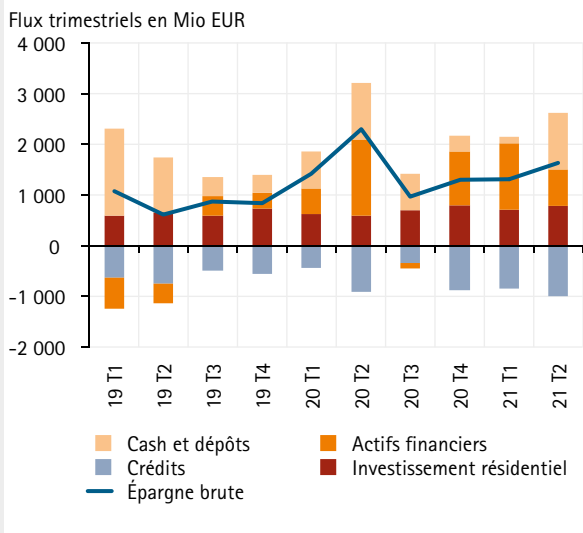
Les sociétés financières du Luxembourg ont été soutenues par la reprise de l'activité et la croissance des marchés boursiers (+5% de valeur ajoutée sur un an au 2^e trimestre 2021). Entre le 1^{er} et le 2^e trimestre, les banques ont accru leur valeur ajoutée de 1%, les compagnies d'assurance de 7% alors que la valeur ajoutée des auxiliaires financiers a diminué de 2%¹⁷, sous l'effet d'une hausse plus importante des commissions payées et des autres frais administratifs que des commissions reçues.

Les banques subissent encore des pertes sur les marges d'intérêt (-10% sur un an au 2^e trimestre) et des frais d'exploitation de plus en plus élevés (+14%), mais elles bénéficient d'un autre côté d'une hausse soutenue des revenus nets sur commissions (+18%) et des autres revenus (+40%) grâce à la bonne dynamique des marchés boursiers et des fonds d'investissement. Les organismes de placement collectif au Luxembourg ont vu leurs actifs progresser de 19% sur un an au 3^e trimestre 2021 (+2% sur un trimestre), 60% de la hausse découlant directement de la remontée des valorisations en bourse et 40% résultant des émissions nettes. Les compagnies d'assurance ont aussi profité de la remontée de la confiance des investisseurs qui a soutenu les produits d'assurance-vie (+30% de primes encaissées sur un an au 1^{er} semestre 2021, après -25% en 2020), tandis que l'assurance non vie reste portée par les relocalisations liées au Brexit et les activités internationales (+10%).

¹⁷ Valeur ajoutée brute en volume désaisonnalisée.

Graphique 2.11

L'épargne et les placements financiers des ménages restent élevés en 2021

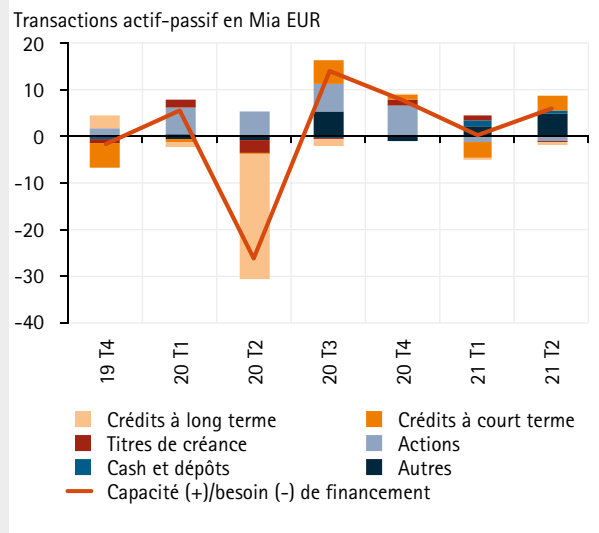


Note: l'épargne (la partie du revenu disponible non consommée) et les crédits (au passif) peuvent être investis dans l'immobilier et/ou dans des actifs financiers (actions, fonds d'investissement, assurances, fonds de pension), le reste étant disponible en cash et en dépôts bancaires.

Sources: BCL, STATEC (estimations)

Graphique 2.12

Capacité de financement des sociétés non financières



Sources: BCL, STATEC

Dégonflement des crédits aux entreprises, rebond des crédits à la consommation

Les sociétés non financières avaient souscrit à d'importants crédits au 2^e trimestre 2020 pour assurer leurs besoins de liquidité pendant la crise sanitaire (+23% d'encours sur un an, +9% dans les banques au Luxembourg uniquement). La demande de crédits des entreprises tend à diminuer depuis (-3% sur un an au 3^e trimestre dans les banques du Grand-Duché), ce qui peut s'expliquer en partie par le resserrement des critères d'octroi de crédits des banques, moins tolérantes au risque¹⁸, mais aussi par le rebond de l'activité et les aides financières du gouvernement qui ont compensé une partie des pertes de trésorerie (cf. étude 7.1). Les entreprises ont quand même pu accroître leurs investissements grâce à l'épargne accumulée, les valorisations des actions et les transferts en capital (+58% de FBCF sur un an au 2^e trimestre, +14% sur un trimestre).

Le taux d'épargne des ménages a bondi de 10 points de % en 2020¹⁹ et reste élevé en 2021 (estimé à plus de 20% du revenu disponible au 1^{er} semestre). L'épargne a été en partie accumulée dans les dépôts à vue (4.2 Mia EUR en 2020, +40% sur un an), mais elle a aussi été placée dans les fonds d'investissement (2.3 Mia EUR), dans des actions (0.9 Mia EUR) et elle a permis d'aider à financer les achats de logements (2.7 Mia EUR, +6% sur un an). La demande pour les crédits immobiliers demeure élevée et, avec la forte hausse des prix des logements, les encours de prêts immobiliers ont gonflé de 10% sur un an au 3^e trimestre (après +9% en 2020). La demande de crédits à la consommation est repartie à la hausse avec la reprise de l'activité en 2021 (+3% sur un an au 3^e trimestre), alors qu'elle avait diminué pendant les confinements du printemps et de l'hiver dernier.

Les banques ont toutefois durci les conditions d'octroi de crédits depuis la fin de 2020, en demandant des garanties et en augmentant les marges sur les prêts risqués, mais les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux crédits restent très bas²⁰. Face à un endettement des ménages de plus en plus élevé, elles ont aussi dû appliquer de nouvelles limites sur les crédits immobiliers dès janvier 2021²¹, mais cela ne semble pas (encore) avoir ralenti la croissance des encours et des nouveaux prêts aux logements.

Note de conjoncture
N° 2-2021

23

2. Activité économique

¹⁸ Selon l'Enquête sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont durci les critères d'octroi de crédits aux entreprises entre le 3^e trimestre 2020 et le 2^e trimestre 2021.

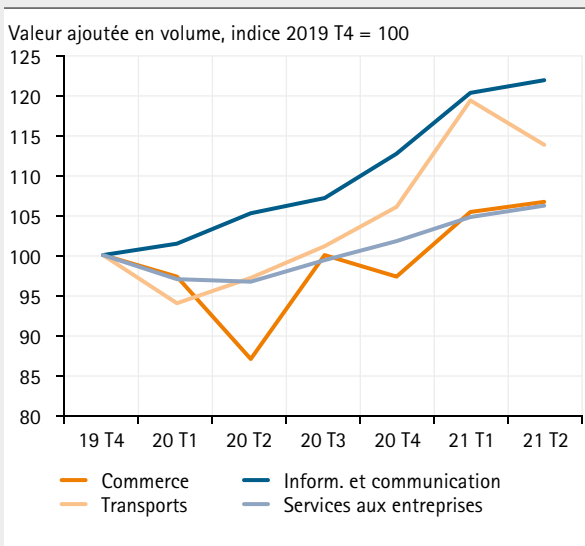
¹⁹ De 15% du revenu disponible brut en 2019 à 25% en 2020. À noter que le taux d'épargne estimé sur les dernières années a été fortement revu à la baisse suite à la forte révision à la hausse de la consommation des ménages résidents à l'étranger (cf. étude 7.3).

²⁰ En septembre 2021, le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux crédits aux entreprises est de 1% (-30 points de base sur un an), de 2.6% sur les crédits à la consommation (+20 points de base) et de 1.3% sur les crédits immobiliers (+0.0 point).

²¹ Le montant du prêt ne peut en effet plus dépasser 90% du prix du bien lors d'un changement de résidence et 80% dans le cas d'un investissement locatif.

Graphique 2.13

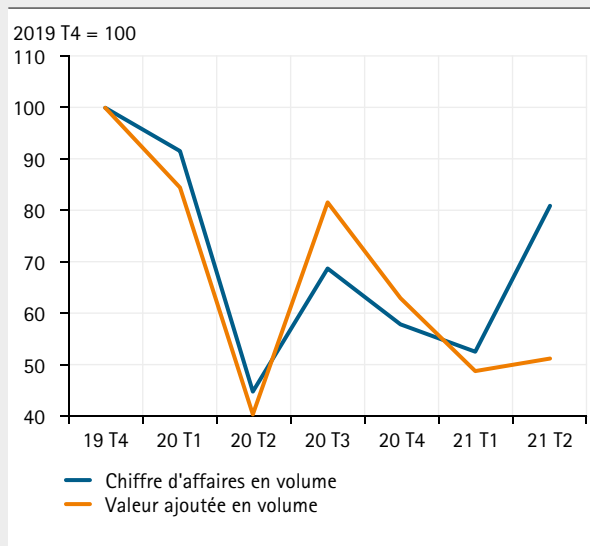
La reprise se poursuit dans les services non financiers



Source: STATEC

Graphique 2.14

L'Horeca demeure à la traîne



Sources: Administration de l'enregistrement, STATEC

Dynamique favorable pour la plupart des services non financiers, surtout pour les services d'information et communication

Depuis la reprise engagée au 3^e trimestre 2020, l'activité des services non financiers demeure globalement bien orientée. Parmi les acteurs les plus dynamiques, on retrouve en premier lieu les services d'information et communication qui semblent avoir traversé la crise sans encombre majeur, du moins en termes de valeur ajoutée (l'emploi y avait cependant légèrement décliné au 2^e trimestre 2020). Il est vrai que cette branche, a priori soutenue par des besoins accrus en matière de digitalisation (développement du télétravail, des services à distance), a été l'une des seules à continuer à croître en 2020 à l'échelle de la zone euro (+1.0% pour la valeur ajoutée en volume). La performance luxembourgeoise est cependant allée bien au-delà (+11.3%). L'essor de l'activité s'y poursuit au 1^{er} semestre 2021. Dans la précédente Note de conjoncture, les bons résultats de cette branche étaient attribués à des "phénomènes isolés". Bien que les données aient été substantiellement révisées depuis dans le cadre de la grande révision des comptes annuels (cf. étude 7.3), ce constat reste valide, tout comme celui d'une branche dynamique contribuant significativement à la croissance luxembourgeoise.

L'Horeca demeure dans une situation difficile

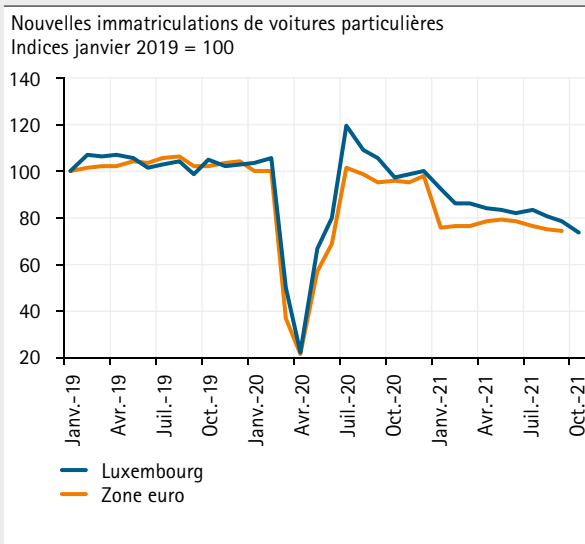
À l'opposé, les acteurs de l'Horeca ont subi de plein fouet les conséquences de la crise sanitaire et la situation actuelle est encore bien éloignée de celle du "monde d'avant". Les restaurants, qui avaient dû se plier à des fermetures temporaires, des contraintes de jauges et des horaires d'ouverture restreints, sont tenus depuis le 1^{er} novembre d'exiger un passeport sanitaire (CovidCheck), même si celui-ci peut sembler un moindre mal (en termes d'activité) par rapport aux restrictions passées. L'hôtellerie a quant à elle fait les frais de la baisse de la fréquentation internationale. Les nuitées en hébergement touristique avaient chuté de 45% environ l'année passée²² et elles ne présentent qu'un rebond de 14% sur un an sur les 8 premiers mois de 2021.

La valeur ajoutée de cette branche ne se redresse que modestement au 2^e trimestre 2021²³ et l'emploi continue à y diminuer, et ce pour le 5^e trimestre consécutif.

²² Le repli aurait pu être encore plus marqué sans l'initiative des bons d'hébergement offerts par le gouvernement.

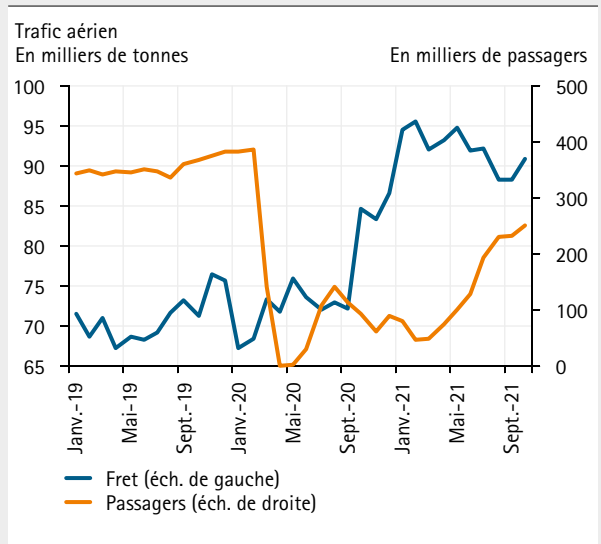
²³ La valeur ajoutée du 2^e trimestre a en partie été estimée. Certaines données de chiffre d'affaires observées ultérieurement semblent meilleures que les estimations, ce qui pourrait conduire à une révision à la hausse sur ce trimestre.

Graphique 2.15
Les nouvelles immatriculations de voitures sur le déclin



Sources: SNCT, ACEA

Graphique 2.16
Du mouvement à l'aéroport de Luxembourg



Sources: ANA, STATEC (données désaisonnalisées)

Bons résultats pour le commerce (sauf pour le domaine automobile)

Si les goulets d'étranglement (et l'allongement consécutif des délais d'approvisionnement et de livraison) pénalisent l'industrie et la construction, ils affectent aussi certains pans du commerce. Les résultats des ventes de voitures en sont un bon exemple: elles sont partout en Europe sur une pente baissière²⁴ plus ou moins prononcée. Le phénomène découle directement de la baisse de la production de véhicules que l'association des constructeurs automobiles européens attribue dans son dernier communiqué²⁵ à "l'impact persistant de la crise de l'approvisionnement en semi-conducteurs". Sur les 10 premiers mois de 2021, les immatriculations de voitures neuves au Luxembourg affichent un léger recul de 0.2% par rapport à l'année passée (malgré l'effondrement des résultats au début de 2020). Par contre, les motorisations électriques ou hybrides sont nettement orientées à la hausse²⁶. D'autre part, les consommateurs semblent s'être rabattus sur les voitures d'occasion²⁷.

Ces goulets d'étranglement sont aussi susceptibles de créer un certain manque à gagner des commerçants pour certains produits. Malgré tout, la branche du commerce dans son ensemble profite d'un net redressement des résultats du commerce de gros.

Bonne tenue de l'activité dans les transports et les services aux entreprises

La branche des transports a elle aussi relativement bien traversé la crise, du moins au Luxembourg. Et ceci uniquement grâce aux très bons résultats du fret aérien, les autres domaines du transport ayant été négativement impactés – dans des proportions assez comparables à celles des autres pays de la zone euro. Sur les derniers mois cependant (cf. graphique 2.16), le niveau du fret aérien tend à se replier, bien qu'il demeure globalement élevé. Le trafic aérien de passagers profite quant à lui de la reprise des vols internationaux.

Du côté des services aux entreprises, les tendances récentes sont dans l'ensemble favorables, à l'exception des activités d'architecture et des services d'enquêtes et sécurité. Les domaines les mieux orientés depuis le début de 2021, sur base du chiffre d'affaires, sont les activités juridiques et comptables, les activités liées à l'emploi (intérim, recrutement) et les activités de contrôle et analyses techniques.

²⁴ Des primes spécifiques mises en place dans certains pays ont pris fin à l'entrée de 2021, générant alors un brusque affaissement sur les résultats de la zone euro.

²⁵ <https://www.acea.auto/pc-registrations/passenger-car-registrations-2-2-ten-months-into-2021-30-3-in-october/>

²⁶ Cf. Conjoncture Flash d'octobre 2021.

²⁷ Les ventes de voitures d'occasion progressent de 6% sur un an (sur base des 10 premiers mois de l'année).

Tableau 2.3
Principales évolutions macroéconomiques

	Baseline				Scénario haut ¹		Scénario bas ²	
	1995-2020	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
Principaux agrégats								
PIB valeur (mia EUR)	5.9	64.22	71.22	75.26	71.36	77.34	71.01	73.32
Idem, évolution en %	.	2.4	10.9	5.7	11.1	8.4	10.6	3.3
RNB (mia EUR)	4.8	45.35	46.40	47.45	46.46	48.06	46.31	46.67
Idem, évolution en %	.	9.3	2.3	2.3	2.4	3.4	2.1	0.8
PIB potentiel (vol.) ³	4.0	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Écart de production (% du PIB pot.) ³	-11.0	-4.0	0.1	0.8	0.2	2.6	-0.1	-1.0
PIB vol.	3.1	-1.8	7.0	3.5	7.1	5.2	6.8	1.8
Emploi total intérieur	3.2	1.9	3.0	2.9	3.0	3.1	2.9	2.5
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4.5	6.3	5.8	5.2	5.8	5.1	5.8	5.4
Indice des prix à la consommation (IPCN)	1.8	0.8	2.5	2.5	2.5	2.9	2.5	2.4
Échelle mobile des salaires	1.8	2.5	0.6	2.5	0.6	3.3	0.7	2.3
Coût salarial moyen	2.7	0.4	4.8	3.4	4.8	4.7	4.7	2.7
Émissions de gaz à effet de serre ⁴	-0.9	-16.9	-0.1	2.1	0.0	6.1	-0.4	-2.6
Finances publiques								
Recettes totales	5.9	-1.0	10.4	7.6	10.6	9.8	10.3	5.8
Dont: impôts	6.1	-0.4	10.9	7.7	11.1	9.9	10.8	5.9
Dépenses	6.8	12.7	2.2	4.1	2.2	4.9	2.2	3.8
Solde public (% du PIB)	1.7	-3.5	0.0	1.4	0.0	2.0	-0.1	0.7

Source: STATEC (2021-2022: prévisions) ¹ Dans le scénario haut, le déploiement massif des vaccins permettrait de réduire les incertitudes économiques et renforcerait la confiance des ménages et entreprises. Les ménages, luxembourgeois et étrangers, utiliseraient une partie de l'épargne accumulée lors de la crise du COVID. La hausse des dépenses de consommation conforterait le rebond économique à court terme et permettrait de retrouver à moyen terme un niveau du PIB mondial comparable à un scénario sans crise COVID. ² Dans le scénario bas, la propagation de nouveaux variants du COVID résulterait dans de nouvelles restrictions sanitaires qui contraindraient la demande et perturberaient davantage les chaînes de valeurs. La reprise économique de 2022 serait limitée et les marchés financiers fragilisés. ³ Pas de différence entre les différents scénarios pour la croissance potentielle. ⁴ Évolution annuelle moyenne 2005-2019; émissions ESD/ESR (hors ETS).

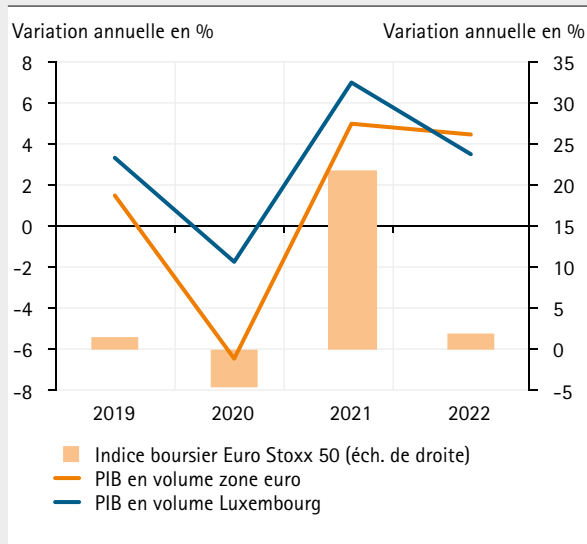
Une prévision articulée autour de trois scénarios internationaux

Le STATEC a élaboré trois scénarios de prévision basés sur des évolutions internationales – épidémiques et économiques – différentes. Le scénario central, jugé le plus probable, table sur une levée progressive des restrictions sanitaires, notamment dans les pays où le taux de vaccination est suffisamment élevé pour contenir l'affluence dans les hôpitaux. Si les déséquilibres entre l'offre et la demande se sont multipliés et intensifiés ces derniers mois, ils témoignent du rebond rapide de la demande, mais également de l'évolution asynchrone de la pandémie et des restrictions aux quatre coins du monde. Les pénuries et les hausses de prix engendrées freinent l'activité des entreprises et la consommation des ménages, même si elles sont pour la plupart supposées disparaître progressivement dans le courant de 2022.

Le scénario bas reflète une moindre levée des restrictions sanitaires, voire une légère recrudescence, au niveau international. L'impact sur l'activité de la zone euro est limité (0.2 pt. de % en 2022) mais accompagné par une contre-performance des marchés financiers (-7% en 2022 contre +2% dans le scénario central). La confiance des entreprises et des ménages se détériorerait, la consommation serait pénalisée et la sur-épargne accumulée depuis le début de la crise continuerait à gonfler. Le scénario haut table en revanche sur une levée plus précoce et durable des restrictions en 2022, ce qui permettrait de revenir plus rapidement à la pleine capacité de production et renforcerait le moral des investisseurs et des consommateurs. Ces derniers puiseraient (à hauteur de 5%) dans leur épargne COVID, ce qui doperait la consommation à court terme et conforterait la reprise économique.

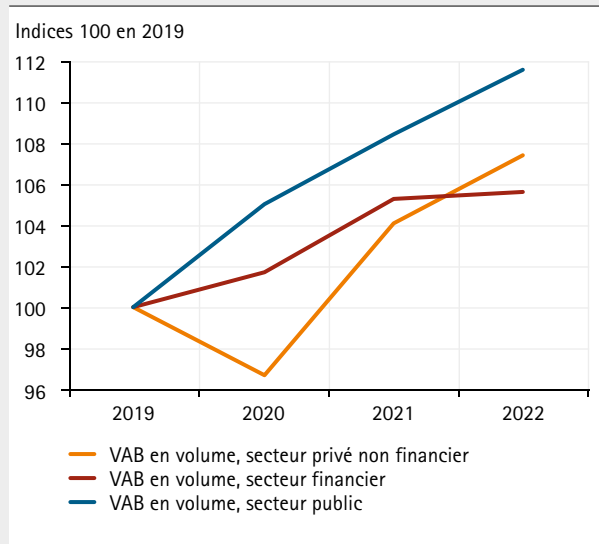
Le scénario central est celui avec la plus forte probabilité de réalisation, celles des scénarios bas et haut ayant été estimées à 20% chacune par Oxford Economics au mois de septembre. Depuis, la situation sanitaire s'est néanmoins dégradée dans de nombreux pays européens et les risques baissiers pour l'activité se sont accrus. Le scénario bas semble dès lors plus probable que le scénario haut. Pour le Luxembourg, l'impact des deux scénarios alternatifs s'avère néanmoins symétrique sur le PIB, de respectivement -1.7 et +1.7 point de % en 2022.

Graphique 2.17
L'activité toujours soutenue par la croissance européenne



Sources: STATEC, Oxford Economics (2021-2022: prévisions)

Graphique 2.18
Moins dopée par les marchés boursiers, l'activité financière se stabiliserait en 2022



Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

D'autres risques ne sont pas quantifiés, aussi parce qu'ils ne se manifesteraient qu'à moyen terme alors que l'horizon de prévision de la présente Note de conjoncture est limité à l'année 2022. Évoquons à ce sujet le risque positif d'un choc de productivité suite à une digitalisation accélérée par la crise COVID, mais aussi le risque négatif que constituerait un emballement de l'inflation. La récente hausse de l'inflation, suite à l'envolée des prix de l'énergie fossile, reste perçue comme transitoire par les analystes et les marchés à terme (jusqu'à la fin de l'hiver). Un emballement de l'inflation ne se matérialiserait que si un processus auto-entretenu de la boucle prix-salaires se mettait en place. Or, pour l'instant, on n'observe pas une telle évolution dans la zone euro.

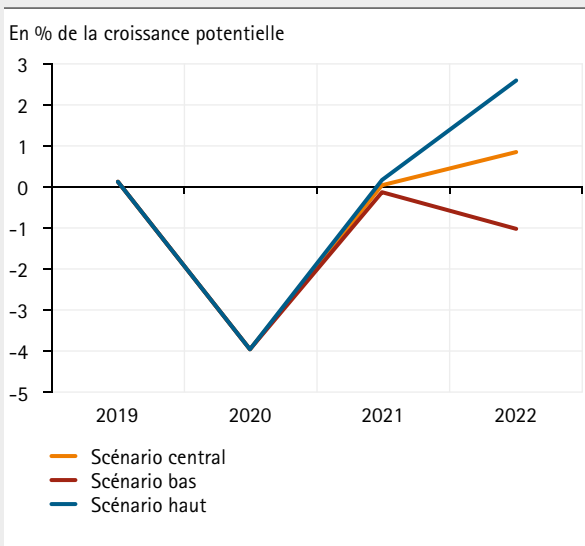
Bien plus qu'un rebond: une croissance exceptionnellement élevée en 2021

Après une récession limitée à 1.8% en 2020, l'acquis de croissance pour 2021 s'élève à 5.7% à l'issue du 2^e trimestre: il s'agit là de la croissance annuelle qui serait atteinte avec une croissance nulle aux 3^e et 4^e trimestres. Sur base des indicateurs toujours favorablement orientés pendant l'été, le STATEC table sur une croissance de 7% pour 2021. L'activité serait tirée par une croissance de la zone euro, estimée à 5%, et par la bonne performance des marchés boursiers (+22% pour l'Euro Stoxx 50). Le plafonnement récent des enquêtes de conjoncture se matérialiserait davantage en 2022. Dans un contexte boursier potentiellement moins favorable (prévision de +1.9% établie par Oxford Economics), la croissance du PIB en volume s'établirait à 3.5% au Luxembourg, contre 4.5% dans la zone euro.

L'activité a entre-temps renoué avec la croissance dans chacun des trois secteurs modélisés par le STATEC. Les services financiers seraient en hausse de 3.5% en 2021, mais de seulement 0.3% en 2022, si l'hypothèse de la stagnation des marchés boursiers se confirmait. Les autres activités privées seraient en essor en 2021, +7.6%, et augmenteraient encore de 3.1% en 2022. L'activité du secteur privé dans son ensemble serait ainsi en 2022 environ de 6-7% plus élevée qu'en 2019. Le secteur public (services non marchands) afficherait même une activité supérieure de 12% par rapport à l'année précédant la crise COVID, vu qu'il continuerait à croître aux alentours de 3% en 2021-22, après +5.1% en 2020.

Graphique 2.19

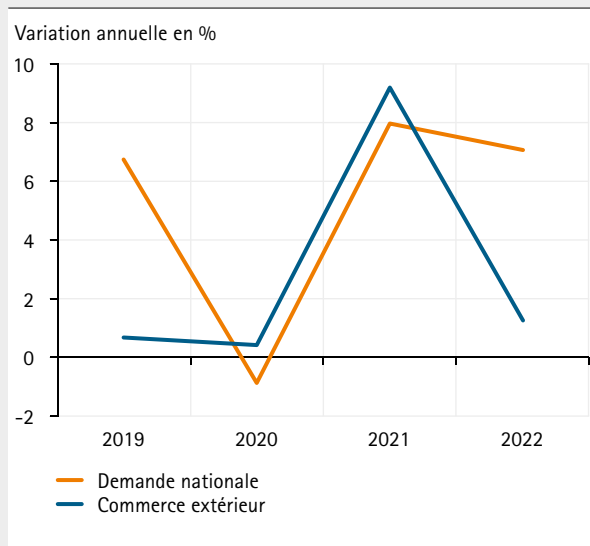
L'écart de production en fonction de la crise sanitaire



Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

Graphique 2.20

Une demande nationale soutenue à l'horizon 2022



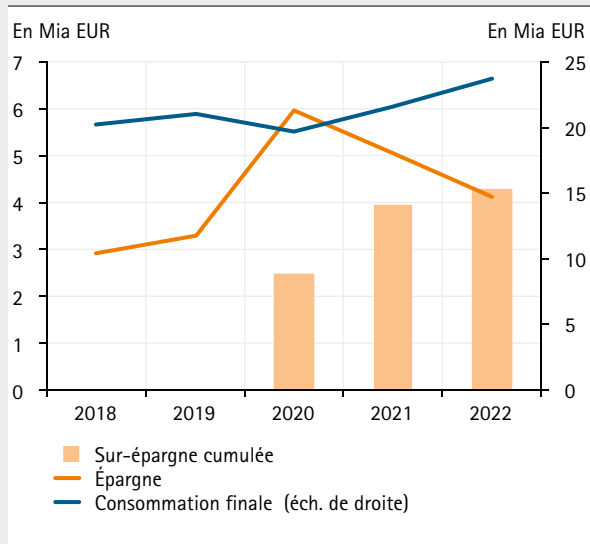
Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

La position dans le cycle conjoncturel reste incertaine, tout comme l'évolution de la pandémie

L'écart de production, calculé par rapport à une croissance potentielle estimée à 2.7%, deviendrait positif dès 2021 (0.1%). En 2022, il s'élèverait à 0.8% dans le scénario central et même 2.6% dans le scénario haut, ce qui signifie qu'on s'approcherait du haut de cycle, associé à une surutilisation des capacités de production et un manque accru de main-d'œuvre. Cette pénurie s'observe d'ailleurs déjà depuis le début de 2021, et semble en partie compensée par une hausse de la durée moyenne de travail (cf. chapitre 4). Dans un tel contexte, l'évolution du salaire horaire pourrait s'avérer plus dynamique que prévu, entraînant une hausse plus soutenue des prix des services intensifs en main-d'œuvre. Il s'agirait là d'un retour à la normale longtemps attendu (depuis 2014, l'inflation sous-jacente oscillait autour de 1.5% seulement), mais aussi de l'effet cyclique de compétitivité-prix contribuant au refroidissement conjoncturel à moyen terme. Dans cette optique, un regain d'inflation (salariale) serait un signe positif, témoignant que l'activité se situe en haut du cycle conjoncturel, et de nature transitoire, parce que les hausses de prix ramèneraient l'activité vers son rythme de croissance potentielle.

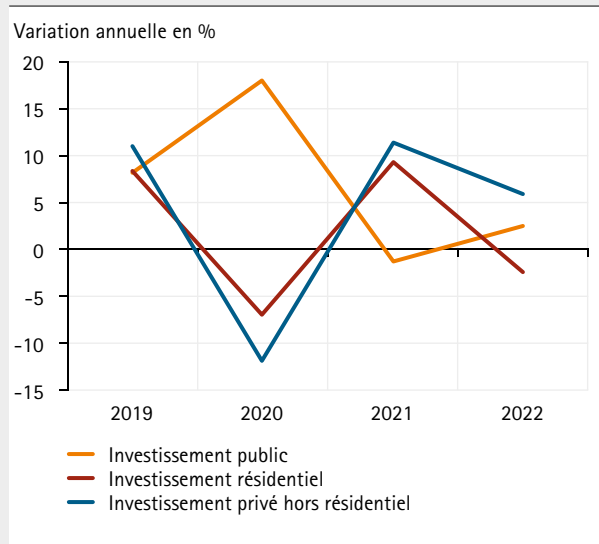
Dans le scénario bas, qui devient plus probable avec les récentes annonces de reconfinement dans certains pays européens, l'écart de production du Luxembourg resterait négatif et le haut de cycle conjoncturel serait ainsi repoussé. Le commerce extérieur plongerait dans un tel scénario, suite à une baisse de la demande étrangère et un recul des valorisations boursières. Il s'agirait là d'une évolution plus prononcée d'un phénomène déjà attendu dans le scénario central, à savoir un tassement de la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB. Notons néanmoins que cette trajectoire résulte en grande partie d'une prévision relativement conservatrice des marchés boursiers. Des surprises positives ne peuvent pas être écartées, à l'image de l'évolution des exportations luxembourgeoises en 2020 et 2021, supérieures à celle de la demande étrangère.

Graphique 2.21
Plus de 4 Mia EUR de sur-épargne due aux restrictions sanitaires



Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

Graphique 2.22
L'investissement public se maintiendrait alors que les investissements privés rebondiraient en 2021



Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

La consommation des ménages soutenue par une baisse progressive du taux d'épargne, toujours supérieur au niveau d'avant-crise

Après une baisse de près de 7% en 2020, la consommation finale rebondirait de 7.5% et 7.2% en 2021 et 2022. Les pénuries, délais de livraisons et hausses de prix observés ces derniers mois entravent un rebond encore plus prononcé, mais ils devraient s'atténuer progressivement courant 2022. Le taux d'épargne resterait néanmoins au-dessus de son niveau d'avant crise (14% du revenu disponible en 2019): après un sursaut à 24% en 2020, il repasserait à 19% en 2021 puis à un peu plus de 15% au-delà. La sur-épargne COVID continuerait ainsi à être alimentée (cf. graphique 2.21) et s'accumulerait à 4.3 Mia EUR jusqu'à la fin 2022, soit l'équivalent d'une épargne annuelle.

Le recyclage, même très partiel, de cette sur-épargne, constitue ainsi un potentiel considérable pour la consommation des ménages. Le scénario haut témoigne de ce risque positif: en réinjectant 5% de l'épargne COVID en 2022 dans la zone euro (et près de 10% au Luxembourg), la consommation et le PIB en volume seraient supérieurs de 1.7 point de % en 2022. Ce risque haussier persisterait à moyen terme, même si la plus grande partie de cette épargne restera probablement figée dans le patrimoine financier plutôt que d'être recyclée via la consommation finale²⁸.

Les investissements se relèvent et la croissance potentielle se maintient

L'investissement public a été particulièrement dynamique en 2020 (+18%) et a ainsi en principe joué un rôle de stabilisateur anticyclique²⁹. L'investissement résidentiel s'est en revanche contracté de 7% mais rebondirait de 9.2% en 2021. Les autres investissements privés (machines et équipements) se sont effondrés en 2020 (-12%) mais se redresseraient en 2021 et 2022 (de respectivement +11.5% et +5.6%). Le stock de capital ne pâtirait ainsi pas des deux années de crise, ce qui se répercute favorablement sur le potentiel de croissance économique (estimé à environ +2.7% l'an).

²⁸ La majeure partie se retrouvant placée dans les fonds d'investissements et les actions, voir ci-avant (p. 23).

²⁹ Notons néanmoins qu'une large partie de ces investissements (satellites, tram) ont un contenu en importations élevé, et donc un faible impact sur la croissance économique du Luxembourg.



Inflation et salaires

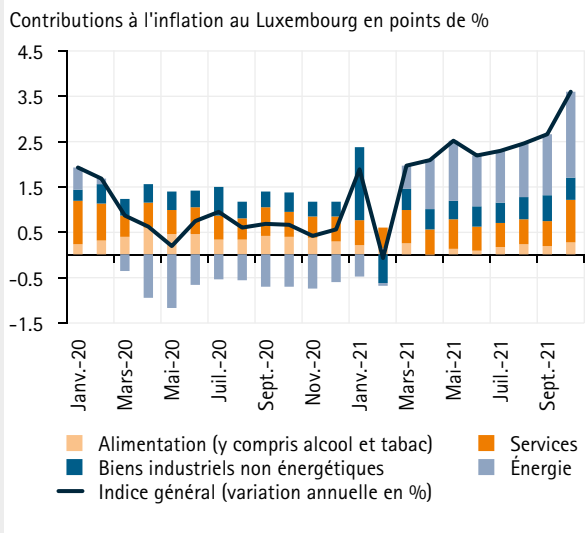
3

Suite à la persistance des goulets d'étranglement et l'envolée récente des prix de l'énergie, les pressions inflationnistes s'accroissent. Combinées au redressement de certains prix antérieurement freinés par la crise sanitaire, elles gonflent l'inflation en Europe. Au Luxembourg, celle-ci s'est hissée à 3.6% sur un an en octobre (4.1% pour la zone euro), mais elle devrait refluer tout au long de 2022 sur fond d'un essoufflement de l'impact haussier des prix de l'énergie. Ces développements conduisent le STATEC à nettement réviser à la hausse ses prévisions d'inflation. Celle-ci devrait atteindre 2.5% à la fois en 2021 et 2022, et l'inflation sous-jacente se renforcerait au-delà de 2%.

La progression des coûts salariaux reste faible en zone euro, notamment dans les branches les plus lourdement touchées par la crise sanitaire. La pénurie de main-d'œuvre actuelle concerne principalement ces mêmes branches, mais elle ne devrait a priori pas avoir d'impact significatif à la hausse sur les salaires dans leur ensemble. Au Luxembourg, les salaires affichent un certain dynamisme, notamment dans les services de transports et d'entreposage, les activités immobilières et les services d'information et communication. Cette dynamique devrait rester de mise avec la tranche indiciaire tombée en octobre 2021 et une prochaine prévue pour le dernier trimestre de 2022.

Graphique 3.1

L'énergie contribue le plus au redressement de l'inflation au Luxembourg...

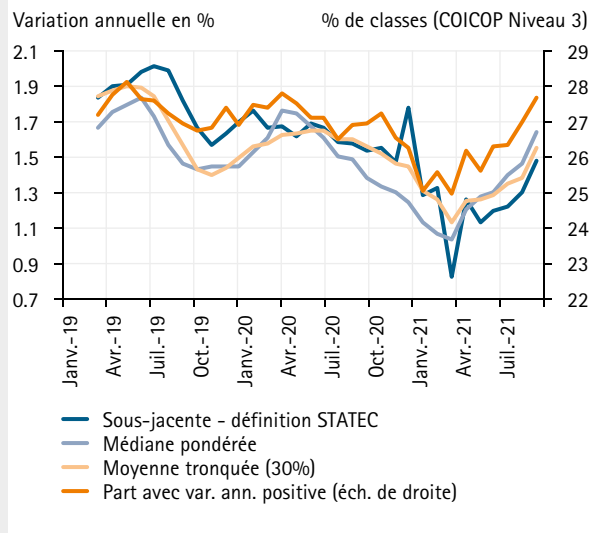


Source: STATEC

Note: la volatilité de l'inflation au début de 2021 s'explique par le décalage des soldes d'hiver. Ce dernier devrait également affecter les taux annuels au début de 2022.

Graphique 3.2

... mais l'inflation sous-jacente accélère également



Source: STATEC (moyennes mobiles sur 3 mois)

Les pressions inflationnistes s'accroissent

Sur les derniers mois, l'inflation a nettement progressé dans la plupart des économies avancées. Ainsi, au Luxembourg, le taux d'inflation a atteint un plus haut depuis dix ans, avec +3.6% (sur un an) en octobre. Les pressions inflationnistes auraient donc repris le dessus dans le contexte d'amélioration de la situation sanitaire. Dans une première phase, les mesures de confinement et les autres restrictions sanitaires ont eu un impact désinflationniste (à part pour les prix de l'alimentation), de sorte que l'inflation au Luxembourg a été limitée à 0.8% en 2020.

La poussée inflationniste actuelle traduit pour l'essentiel deux types d'évolution:

- une normalisation de certains prix qui reculaient (ou dont la progression a été freinée) dans la phase initiale de la crise sanitaire;
- un réel renchérissement de certains biens pour lesquels la demande dépasse temporairement l'offre dans cette phase de reprise post-pandémique.

Dans le cas de l'énergie, les prix sont d'abord revenus à leurs niveaux d'avant-crise pour ensuite les dépasser, ce qui se reflète dans leur très nette contribution à l'inflation cette année (1.9 point de % en octobre au Luxembourg¹, cf. graphique 3.1).

Les deux types de tensions décrites ci-dessus ne devraient a priori stimuler l'inflation que de manière temporaire: jusqu'à ce que les prix se soient redressés (premiers cas) et jusqu'à ce que l'offre et la demande se soient réalignées (deuxième cas)².

Sur les derniers mois, l'accélération des hausses de prix au Luxembourg a été plutôt généralisée. Ceci ressort du renforcement de l'inflation sous-jacente ainsi que d'indicateurs de tendance alternatifs³ sur lesquels les variations de prix extrêmes jouent moins (cf. graphique 3.2). Ces indicateurs se rapprochent de leurs niveaux pré-crise tout en restant inférieurs à 2% (1.8% pour l'inflation sous-jacente en octobre).

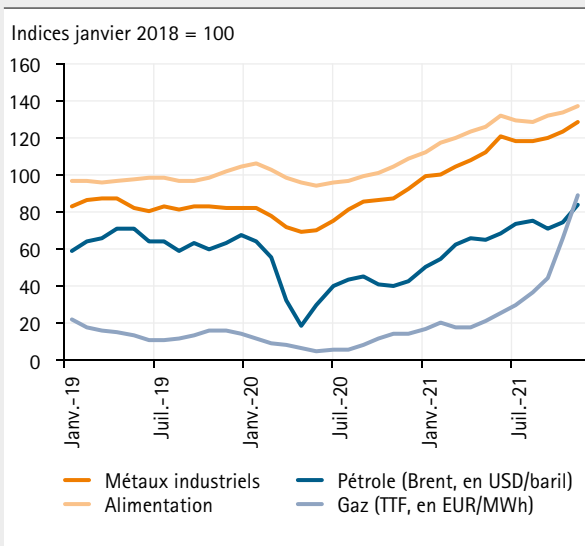
La situation est différente aux États-Unis et au Royaume-Uni où l'inflation sous-jacente a dépassé 3%, voire 4% (USA). Même si des variations extrêmes de certains prix en expliquent une partie, les moyennes tronquées calculées par l'OCDE⁴ pour ces pays paraissent également très élevées dans une perspective historique.

¹ Dont 0.3 point de % est attribuable à l'introduction d'une taxe CO₂ en janvier 2021.

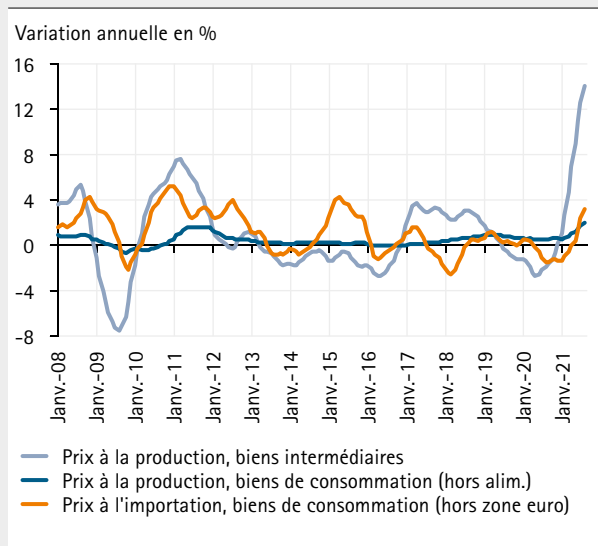
² Dans la mesure où ce réalignement ferait retomber certains prix, ces derniers pourraient même tirer l'inflation future vers le bas.

³ Notamment des médianes pondérées ou moyennes tronquées, cf. "Différents indicateurs pour passer au crible le ralentissement actuel de l'inflation sous-jacente", Note de conjoncture 1-2018, p. 64 ff.

⁴ Cf. "OECD Economic Outlook – December 2021".

Graphique 3.3**Les prix des matières premières demeurent orientés à la hausse**

Source: Macrobond

Graphique 3.4**Les prix s'emballent en amont de la chaîne de production**

Source: BCE (moyennes mobiles centrées sur 3 mois)

Aux États-Unis en particulier, un surcroît important de demande pour certains produits par rapport à l'avant-crise (du fait de l'épargne accumulée depuis la crise grâce à une politique budgétaire très accommodante) et une situation assez tendue sur le marché du travail s'ajoutent aux pressions découlant du renchérissement des matières de base au niveau international.

L'envolée du prix du gaz devrait donner un nouveau coup de fouet à l'inflation

Si l'on assiste depuis le printemps à un apaisement des tensions sur certaines matières premières (net reflux notamment pour les prix du bois et du minerai de fer) et à un léger essoufflement de la tendance haussière pour d'autres (cf. graphique 3.3), le prix du gaz s'est en revanche envolé en Europe sur les derniers mois (cf. chapitre 6). Cette explosion gonfle également, par effet de contagion, le prix de l'électricité (sur les marchés de gros) et, dans une moindre mesure, celui du pétrole. La remontée persistante de ce dernier s'explique par ailleurs par le fait que l'OPEP et la Russie continuent à restreindre les volumes écoulés même si la demande globale⁵ est repassée au-dessus de l'offre depuis la 2^e moitié de 2020 déjà.

À l'instar du pétrole brut, les augmentations des prix du gaz et de l'électricité vont non seulement se répercuter sur la facture énergétique des consommateurs au Luxembourg, mais devraient également jouer indirectement via une hausse des coûts de production des autres biens et services. Ils y accentuent les pressions liées à la remontée des prix des matières premières, mais également des coûts de transport (maritime notamment) depuis l'été 2020.

Les tensions devraient encore se renforcer...

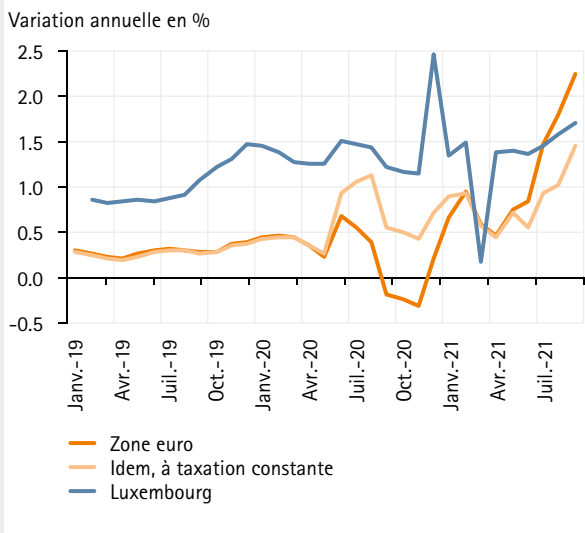
Ces renchérissements des prix des intrants accroissent sensiblement les prix observés à des stades intermédiaires de la chaîne de production. En général, les fluctuations des prix des matières premières sont à un certain degré amorties tout au long de la chaîne d'approvisionnement et leur répercussion sur le prix final à la consommation prendrait plus d'un an⁶. Ainsi, en zone euro, les tensions sont pour l'instant les plus marquées en amont de cette chaîne, au niveau des prix à la production des biens intermédiaires avec +15% sur un an en septembre, une progression inédite (cf. graphique 3.4).

⁵ Stimulée récemment par une certaine substitution du gaz, au vu de son renchérissement, par le mazout (un phénomène similaire s'observe pour le charbon).

⁶ Selon une étude de la Banque centrale européenne, cf. "Évolutions récentes des tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques dans la zone euro", Bulletin économique, n°5/2021.

Graphique 3.5

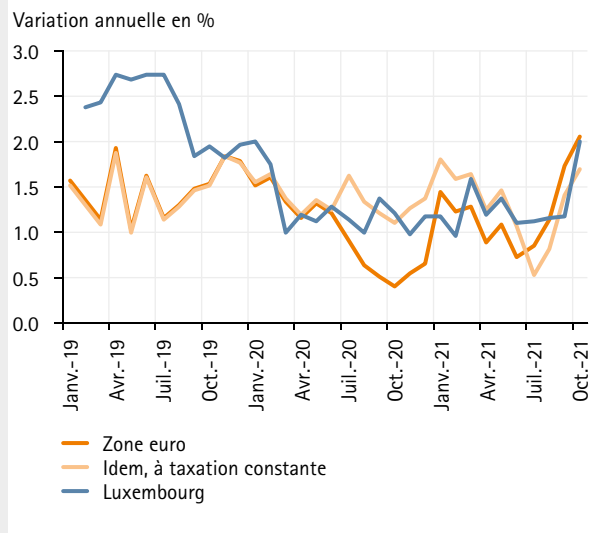
Les prix à la consommation des biens industriels (hors énergie) ont également commencé à accélérer



Sources: Eurostat, STATEC (moyennes mobiles sur 3 mois)

Graphique 3.6

L'inflation des services revient à 2%



Sources: Eurostat, STATEC

Plus en aval, la progression des prix sortie-usine des biens de consommation a également accéléré vers des plus hauts historiques (mais on ne parle à ce stade plus que de +2,3% sur un an en septembre). La progression des prix à l'importation des biens de consommation s'est également redressée sur les derniers mois suite à la dissipation de l'effet de l'appréciation passée de l'euro.

... et impactent déjà le consommateur final

Depuis l'été, les consommateurs de la zone euro – et dans une moindre mesure au Luxembourg – sont confrontés à des hausses plus marquées des prix des biens hors énergie. Le contexte d'une demande excédentaire par rapport à l'offre – contrainte pour un certain nombre de biens par des problèmes d'approvisionnement (cf. chapitres 1 et 2) – devrait favoriser une répercussion plutôt forte des hausses des coûts sur le consommateur final (les entreprises ont peu d'intérêt à limiter les hausses des prix facturés, en réduisant leurs marges, si elles arrivent de toute façon à écouler l'entièreté de leurs stocks).

En ce début d'automne, l'inflation des biens en zone euro – abstraction faite de l'impact des adaptations de TVA en Allemagne – remonte ainsi à environ 1,3% sur un an, proche des pics de 2012 et nettement supérieure à la moyenne de long terme de 0,5%. Au Luxembourg, l'accélération proviendrait notamment des meubles (+5,3% sur un an en octobre), des véhicules (+2,0%) et des gros appareils ménagers (+0,7%).

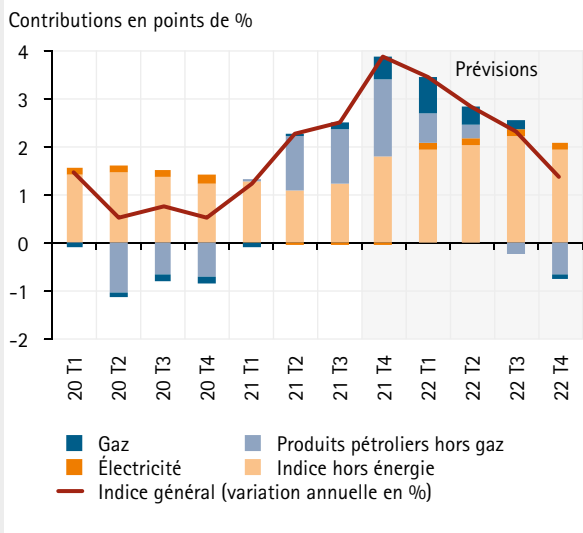
Si l'on peut s'attendre à une accentuation sur les prochains mois des pressions émanant des prix des intrants (y compris des coûts de transport) sur les biens à la consommation, il faut savoir que ces biens (hors énergie et alimentation) ne représentent que 30% du panier de l'IPCN du Luxembourg.

L'inflation des services se redresse

Au Luxembourg, l'inflation des services – près de 50% du panier de l'IPCN – a renoué avec les 2% en octobre, soit sa moyenne sur la décennie écoulée. Comme dans la zone euro, le redressement de divers prix liés aux activités touristiques, qui avaient plombé l'inflation sur les trimestres antérieurs, y contribue sensiblement. Au Luxembourg, la tranche indiciaire payée en octobre a par ailleurs stimulé les prix de certains services.

Graphique 3.7

Le soutien des prix pétroliers à l'inflation au Luxembourg s'effacerait graduellement



Source: STATEC (prévisions du 04/11/2021)

Tableau 3.1

L'inflation sous-jacente accélérerait encore l'année prochaine

	Prévisions – scénario central		
	2020	2021	2022
	Variation annuelle en %		
Inflation (IPCN)	0.8	2.5	2.5
Inflation sous-jacente	1.6	1.4	2.2
Produits pétroliers	-13.5	27.7	5.7
Cote d'application	2.5	0.6	2.5
Cote d'application (1.1.1948=100)	834.8	840.0	861.0
Paiement tranche indiciaire	Janv.-20	Oct.-21	2022 T4
Prix du Brent (USD/baril)	41.8	71.5	66.2
Taux de change EUR/USD	1.14	1.19	1.18

Source: STATEC (prévisions du 04/11/2021)

Des pressions seulement temporaires ou plus durables?

De nombreux observateurs continuent à insister sur le caractère transitoire de la poussée inflationniste, qui disparaîtrait quand les goulets d'étranglement se desserreraient⁷ et le rebond des prix pétroliers (et des prix de certains services) s'épuiserait. L'inflation dans la zone euro a dépassé 4% sur un an en octobre 2021 mais devrait ralentir à partir du 2^e trimestre 2022, selon les prévisions d'automne de la Commission européenne. Elle table ainsi sur un freinage de l'inflation en zone euro vers 2.2% pour 2022 (après 2.4% pour cette année), puis 1.4% pour 2023.

On n'observe pas encore de spirale prix-salaires au niveau européen qui pourrait générer un relèvement plus durable de l'inflation. Il apparaît toutefois que les pressions haussières se sont accentuées ces derniers mois, avec l'explosion des prix du gaz et de l'électricité, ce qui accroît le risque de voir les anticipations d'inflation se relever. Celles de long terme sont notamment en hausse, ce qui revient cependant à un rapprochement vers 2%, après avoir été inférieures à la cible de la Banque centrale européenne pendant de longues années.

2.5% d'inflation au Luxembourg en 2021 et 2022

Sur base des nouveaux éléments disponibles, le STATEC a nettement révisé ses prévisions d'inflation vers le haut et table désormais, dans son scénario central, sur 2.5% d'inflation au Luxembourg pour 2021 et 2022. Or, face à des hausses de prix inédites sur les marchés de gros du gaz et de l'électricité et l'incertitude sur leurs évolutions futures de même que sur l'ampleur de la transmission sur le consommateur final, l'incertitude entourant ces prévisions est plus élevée qu'à l'accoutumée.

L'inflation sous-jacente devrait encore se renforcer l'an prochain vers 2.2%, après 1.4% pour cette année. Ce renforcement intègre un relèvement du prix de l'électricité en janvier 2022, de 7.5% (+0.1 point de % d'impact sur le taux global). Le prix du Brent marquerait légèrement le pas par rapport aux niveaux récemment enregistrés (66 USD/baril en 2022 selon les prévisions d'Oxford Economics). Le prix final du gaz, après une hausse de 18% sur un mois en octobre 2021 et une adaptation de taille comparable en novembre, progresserait encore de 20% en janvier 2022 avant que les prix ne baissent après la fin de l'hiver. Dans ce scénario central, le paiement de la prochaine tranche indiciaire arriverait au dernier trimestre de 2022⁸.

Note de conjoncture
N° 2-2021

35

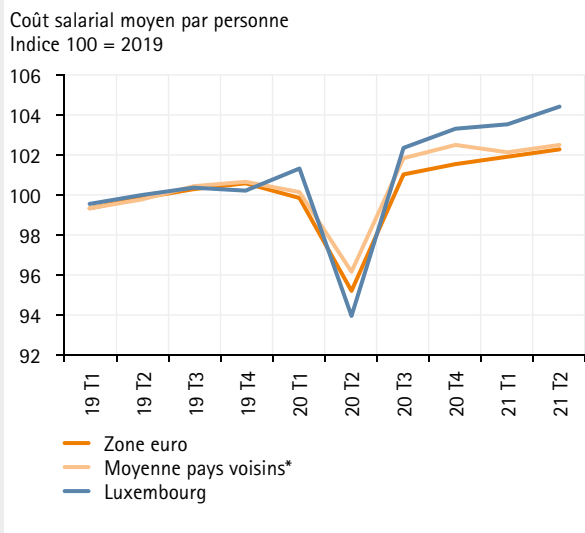
3. Inflation et salaires

⁷ La demande pour les biens devrait se réduire (aussi parce qu'une partie de la demande serait à nouveau reportée vers les services, redevenus accessibles) et l'offre augmenter après les secousses liées à la pandémie.

⁸ Pour des scénarios alternatifs reprenant des trajectoires différentes pour les prix de l'énergie notamment, cf. Statnews n°56 du 08/11/2021 sur les prévisions d'inflation.

Graphique 3.8

Les coûts salariaux ont progressé en zone euro, mais très lentement

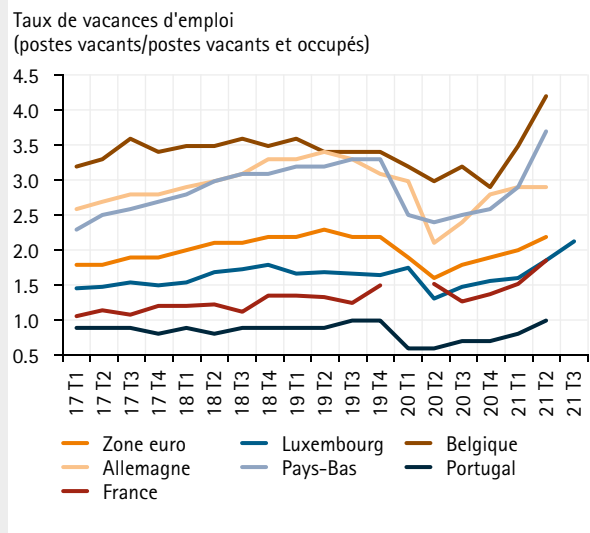


Sources : Eurostat, STATEC – Comptes nationaux, données désaisonnalisées

* Moyenne arithmétique : Allemagne, Belgique, France, Pays-Bas

Graphique 3.9

La pénurie de main-d'œuvre s'aggrave surtout dans les pays du Benelux



Sources : Eurostat, Dares (pour la France), données désaisonnalisées

Le coût salarial progresse faiblement en zone euro en 2021

L'évolution des coûts salariaux en Europe reste impactée par les revenus de remplacement (chômage partiel, congés de maladie, pour raisons familiales...), non pris en compte dans le calcul du coût salarial (cf. graphiques 3.8 et 3.10). Au lieu de la progression annuelle (+7.8% pour le coût salarial moyen de la zone euro en T2 2021), il vaut donc mieux considérer l'évolution du coût salarial moyen (CSM) par rapport au niveau pré-crise (T4 2019), données désaisonnalisées en rythme annualisé, qui se situe au 2^e trimestre 2021 à +1.1% pour la zone euro dans son ensemble. Cette évolution est très faible historiquement malgré une forte progression du CSM dans les pays de l'Est (+11.4% sur un an en Lituanie, +8.2% en Estonie...).

L'Espagne et l'Italie sont les seuls pays qui marquent des baisses salariales sur cette période (respectivement -0.4% et -0.3% sur un an), mais la France et la Belgique affichent (avec respectivement +0.3% et +0.5%) également des progressions très faibles. À côté des pays de l'Est, ce sont le Portugal, les Pays-Bas et le Luxembourg qui enregistrent les hausses les plus importantes (respectivement +3.1% pour les deux premiers pays et +2.8% pour le Luxembourg).

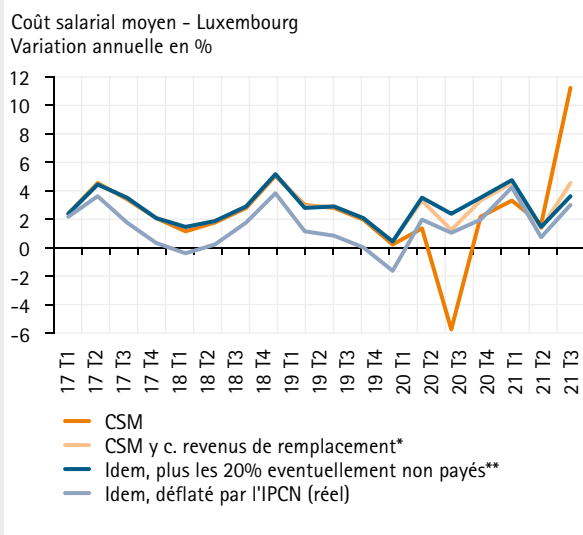
L'évolution des salaires est la moins dynamique dans les branches qui ont le plus souffert des conséquences de la pandémie. C'est la branche "Commerce, transport, hébergement et activités de restauration" qui note la baisse la plus importante (-1.1% entre T4 19 et T2 21 en annualisé), avec en moyenne toujours 1/3 de l'effectif de l'Horeca en chômage partiel à la mi-2021⁹, suivie des "autres services" (-0.4%, incluant notamment les activités d'arts et de spectacles, les coiffeurs et le personnel des ménages privés). Les activités immobilières marquent à l'inverse, avec +2.7%, la croissance la plus importante, devant les services d'information et de communication (+2.2%) et le secteur public (+2.1%).

En 2021, un manque de main-d'œuvre grandissant se fait remarquer en Europe, notamment dans les pays du Benelux (cf. graphique 3.9), ce qui pourrait entraîner une hausse future des coûts salariaux. Toutefois, cette pénurie s'observe principalement pour l'Horeca ainsi que pour la construction, l'industrie et les arts et spectacles, donc pour les branches qui souffrent éventuellement d'une réallocation de leurs effectifs vers d'autres branches et d'une baisse des migrations économiques, mais qui ne profitent pas pleinement de l'actuelle reprise conjoncturelle.

⁹ Part de l'effectif en chômage partiel dans l'Horeca en juin 2021 : 81.5% en Irlande, 38.0% au Portugal, 37.2% en France, 32.7% en Belgique, 24.7% en Allemagne (en mai 2021), 12.4% au Luxembourg, 4.3% en Espagne... https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10760954/11071228/Jobs_benefiting_from_Covid19_governmental_support_measures_by_Nace.xlsx

Graphique 3.10

L'évolution des coûts salariaux reste impactée par les revenus de remplacement



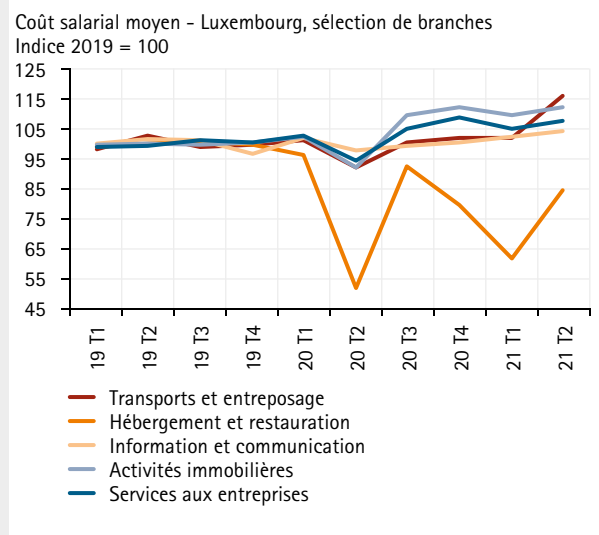
Sources: STATEC-Comptes nationaux, IGSS

* Chômage partiel, Congé pour raisons familiales, Congés de maladie

** Y compris l'éventuel non-paiement de la part salariale dépassant la prise en charge de l'Etat du chômage partiel (80% du salaire, plafonné à 2.5 fois le SSM), estimation = 1/4 du chômage partiel payé.

Graphique 3.11

Le coût salarial progresse dans toutes les branches, sauf dans l'Horeca



Source: STATEC - Comptes nationaux, données désaisonnalisées

De plus, une hausse des salaires dans ces branches – où ils sont peu élevés – ne devrait avoir qu'un impact minime sur l'évolution globale.

Dans ses prévisions d'automne, la Commission européenne prévoit une croissance du CSM dans la zone euro de +2.6% en 2021, puis +2.9% en 2022 et +2.4% en 2023, soit un rythme légèrement supérieur à celui observé avant la crise (+2% en moyenne de 2005 à 2019). En termes réels, c.-à-d. déflatée par les prix à la consommation, l'évolution des salaires resterait toutefois proche de celle des années antérieures (+0.4% en 2021, +0.8% en 2022 et +0.9% en 2023 en zone euro).

Le Luxembourg se distingue avec une progression salariale plus poussée

Au Luxembourg, le CSM a augmenté de 2.8% au 2^e trimestre 2021 par rapport au niveau pré-crise (T4 2019, en rythme annualisé). Il s'agit d'une progression relativement forte du point de vue historique (+2.2% sur les dix et +2.8% sur les vingt dernières années).

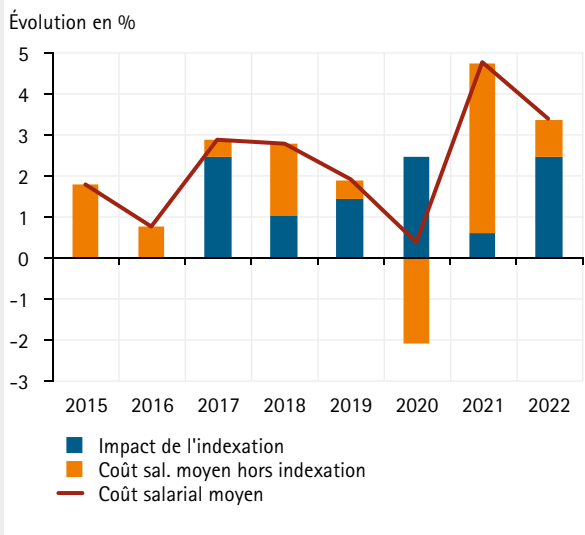
La hausse la plus poussée provient des services de transports et d'entreposage (+10.4% sur cette période en rythme annualisé), via une augmentation à caractère isolé des primes et gratifications, suivis des activités immobilières (+7.8%), des services d'information et communication (+5.0%) et des services aux entreprises (+4.8%). L'Horeca, où 12% de l'effectif restait au chômage partiel à la mi-2021 (et percevait donc des revenus de remplacement) note par contre une baisse importante (-10.3%, cf. graphique 3.11). Pour l'industrie (+1.3%), l'enseignement (+1.4%) et le secteur financier (+1.5%), les pressions salariales sont modérées.

L'indexation des salaires au 1^{er} octobre 2021, ainsi que le manque de main-d'œuvre, voire l'inadéquation grandissante entre l'offre et la demande de travail, devraient à court terme renforcer les pressions salariales. Les conventions collectives signées jusqu'à présent ne prévoient pas d'augmentations significatives¹⁰.

¹⁰ Convention collective de travail des salariés de banque 2021-2023: <https://itm.public.lu/dam-assets/fr/publications/conventions-collectives/codicille/etat-cct-avenant.pdf>, Accord salarial dans la fonction publique 2021-2022: <https://fonction-publique.public.lu/dam-assets/fr/actualites/articles-actualites/2021/Accord-salarial-2021-signé.pdf>, Convention collective de travail pour les salariés du secteur d'aide et de soins et du secteur social, 2021-2023: <https://www.copas.lu/wp-content/uploads/2021/02/CCT-SAS-2021-2023.pdf>...

Graphique 3.12

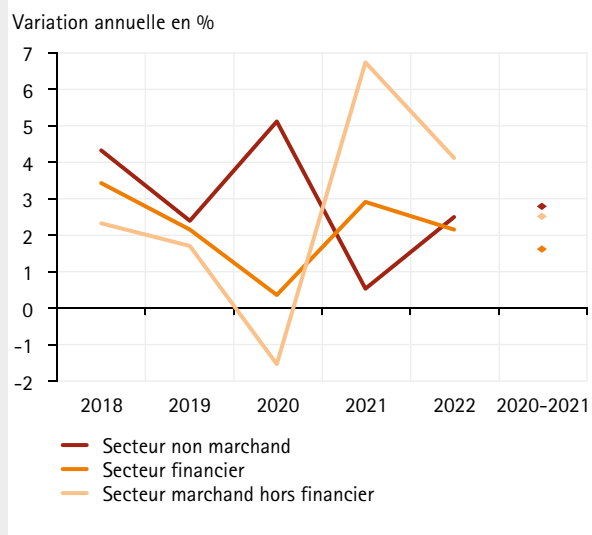
La dynamique du coût salarial moyen temporairement freinée par la crise



Source: STATEC, comptes nationaux (2021-2022: prévisions)

Graphique 3.13

Un rebond des salaires post-crise tiré par les branches marchandes hors secteur financier



Source: STATEC, comptes nationaux (2021-2022: prévisions)

L'indexation persiste comme déterminant important de la hausse des salaires...

Depuis 2017, l'échelle mobile a repris le dessus sur la détermination de la trajectoire des salaires nominaux. Après deux années 2015 et 2016 très faibles en termes d'inflation (et donc d'absence d'indexation), sur les années récentes, mais aussi en prévision, la dynamique des prix à la consommation expliquerait en moyenne les 2/3 de la croissance des salaires.

La crise n'a en revanche eu qu'un effet transitoire sur les salaires, comme en témoigne la baisse de la part "hors indexation" en 2020 (-2.1%) et son rebond en 2021 et 2022 (+5% au total). La baisse du coût salarial en 2020 s'explique quant à elle principalement par les revenus de remplacement (chômage partiel, congés de maladie ou pour raisons familiales...). Avec un nombre de personnes en chômage partiel de plus en plus faible, ces prestations auront de moins en moins d'impact baissier sur l'évolution du coût salarial moyen, ce qui pousse ce dernier mécaniquement à la hausse en 2021. Cet effet de rebond concerne avant tout le secteur non financier (cf. graphique 3.13).

... sans pour autant faire occlusion aux autres déterminants comme la bonne situation économique générale

Après avoir quasiment stagné en 2020 (+0.4%), le coût salarial moyen devrait donc rebondir fortement en 2021 (+4.8%) et gagner encore un point de % en 2022, par rapport à la hausse prévue de l'échelle mobile (+2.5% pour cette dernière, donc +3.4% pour le coût salarial moyen). Il n'y a en effet que peu d'éléments plaidant en faveur de séquelles durables de la crise (cf. notamment l'étude 7.1 dans cette Note), pouvant freiner la progression des salaires.

Les branches qui tirent le coût salarial moyen en 2022 ne sont pas forcément celles qui ont le mieux résisté à la crise. Alors que le secteur financier avait non seulement pu (télé-)travailler plus ou moins normalement, mais était aussi en quelque sorte venu à la rescousse des entreprises en difficulté, la faiblesse des hausses de rémunérations figurant dans la convention collective explique la dynamique modérée des salaires hors EMS sur 2022 (à légèrement plus de 2% de hausse).



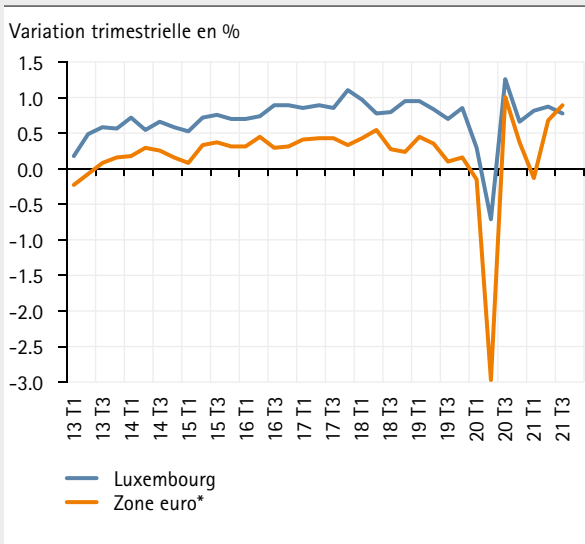
Marché du travail 4

L'amélioration du marché du travail se poursuit en Europe, mais elle se réalise à des vitesses variables selon les États et les branches d'activité. Les activités d'hôtellerie et de restauration sont largement affectées, ce qui pèse particulièrement dans les pays du Sud où leur part dans le tissu économique est très importante.

Le Luxembourg fait partie des pays qui ont le mieux traversé la crise sanitaire en 2020, tout en ayant eu une part d'emplois aidés par le gouvernement relativement faible. En 2021, le Grand-Duché continue à montrer une croissance de l'emploi parmi les plus dynamiques d'Europe (mais aussi une résurgence des difficultés de recrutement) ainsi qu'un chômage fermement ancré à la baisse. Les prévisions du STATEC tablent sur une poursuite de ces tendances favorables, avec une progression de l'emploi de près de 3% en 2021 et 2022 et un chômage qui diminuerait à 5.2% de la population active en 2022.

Graphique 4.1

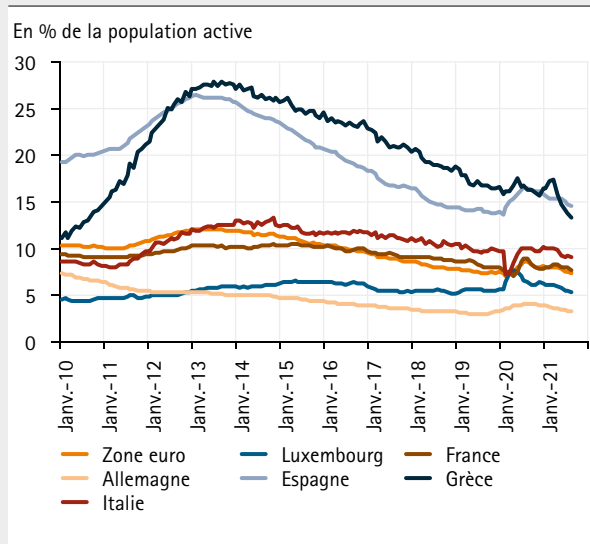
L'emploi reste dynamique en zone euro et au Luxembourg...



Sources: STATEC, Eurostat (* estimation rapide pour 21 T3)

Graphique 4.2

... et le chômage continue à baisser



Sources: Eurostat, Macrobond

Zone euro: reprise du marché du travail à plusieurs vitesses

L'amélioration du marché du travail se poursuit en Europe (cf. graphique 4.1). Le chômage a baissé et le nombre de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien dans l'emploi (chômage partiel) a nettement diminué par rapport à 2020. Toutefois, l'emploi dans la zone euro reste inférieur à son niveau pré-crise et la reprise est inégale (les États membres du Sud restant à la traîne). Certains pays se distinguent plus positivement, dont le Luxembourg. Le marché du travail s'y retrouve dans une configuration proche de celle de 2019, que ce soit en termes de progression de l'emploi, de niveau de chômage et de tensions sur le recrutement de personnel.

Le taux de chômage de la zone euro dans son ensemble atteint 7.4% en septembre, recollant avec son niveau d'avant-crise (cf. graphique 4.2), et la baisse sur les derniers trimestres est généralisée. Néanmoins, le chômage reste très élevé dans les pays du Sud: à 14.6% en septembre 2021 en Espagne, à 13.3% en Grèce et 9.2% en Italie. Les pays du Benelux par contre font face à des difficultés grandissantes à recruter (cf. graphique 3.9).

L'emploi dans la zone euro reste quant à lui encore bien en dessous de son niveau pré-crise (-1.3% au 2^e trimestre 2021 par rapport au 4^e trimestre 2019). L'Espagne, l'Estonie et la Grèce affichent à cet égard les déficits les plus importants (respectivement -4.2%, -3.1% et -2.0%), alors que le Luxembourg se situe bien au-dessus (avec +3.3%), suivi de loin de Malte et de la Belgique.

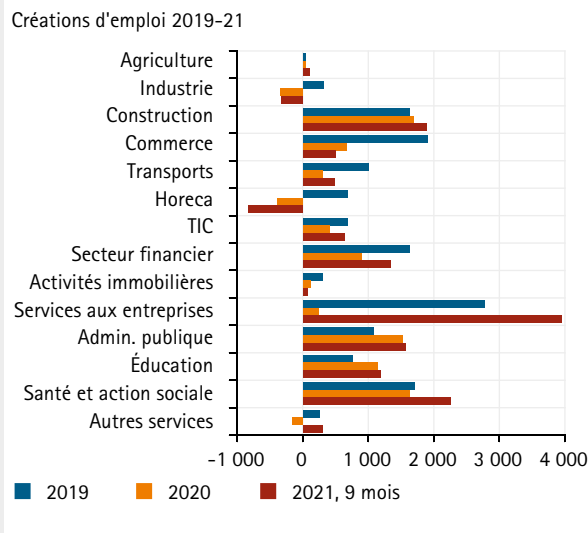
Eurostat estime la progression de l'emploi en T3 2021 à +0.9% sur un trimestre en zone euro¹, après +0.7% en T2, ce qui ne suffit pas à renouer avec le niveau d'avant-crise. Toutefois, une progression de 0.2% au dernier trimestre suffirait pour l'atteindre. Dans ses prévisions d'automne², la Commission européenne prévoit une hausse de l'emploi en zone euro de 0.8% cette année, +1.0% en 2022 et +0.7% en 2023 (après -1.5% en 2020). Cette année, l'Italie serait le seul pays de l'UE affichant une baisse de l'emploi (-0.3%). Le chômage quant à lui baisserait de 7.9% en 2020 et 2021 à 7.5% en 2022, puis à 7.3% en 2023.

¹ Eurostat, EuroIndicateurs 130/2021 du 16 novembre 2021: "Estimation rapide du PIB et de l'emploi pour le troisième trimestre 2021 - Le PIB en hausse de 2,2% et l'emploi en hausse de 0,9% dans la zone euro": <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11563375/2-16112021-AP-FR.pdf/1cfd4f66-5b9b-5e80-640f-bbb21d9f21aa>.

² European Commission: "European Economic Forecast. Autumn 2021", https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip160_en_0.pdf.

Graphique 4.3

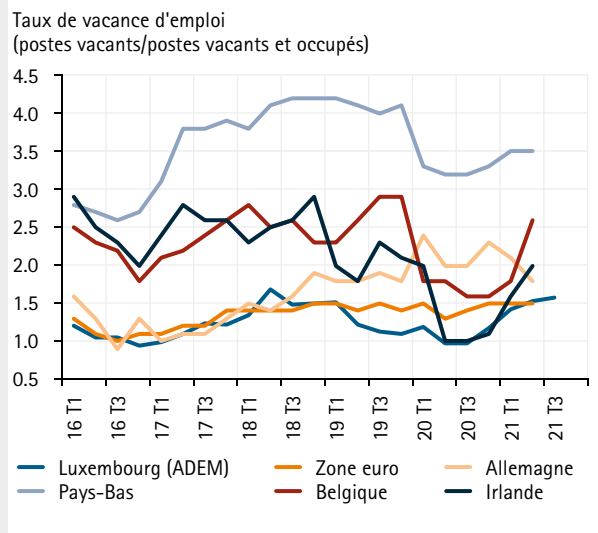
L'évolution de l'emploi demeure inégale selon les branches d'activité



Sources: STATEC - comptes nationaux, IGSS

Graphique 4.4

Au Luxembourg les postes vacants dans le secteur financier restent faibles



Sources: Eurostat, STATEC, ADEM

Luxembourg: la reprise de l'emploi demeure inégale dans les différentes branches économiques

L'emploi reste, avec une croissance d'un peu moins d'1% sur un trimestre en T3 2021, très dynamique au Luxembourg. Toutes les branches ont contribué à cette évolution positive. L'Horeca, qui souffrait encore de restrictions sur le début de l'année, marque au 3^e trimestre à nouveau une hausse (+3.5% sur un trimestre, d'après les données préliminaires, après 3 trimestres de baisse continue), et connaît même une certaine pénurie de main-d'œuvre (cf. chapitre 3). En septembre 2021, cette branche reste, avec 670 salariés en moins par rapport à janvier 2020, toutefois l'enfant pauvre de cette crise, suivie de près de l'industrie manufacturière (-650 personnes, cf. graphique 4.3)³. Dans toutes les autres branches, l'emploi a renoué avec son niveau d'avant-crise, et l'a même souvent dépassé.

Sur les trois premiers trimestres de 2021, ce sont les services aux entreprises qui ont le plus contribué à la croissance de l'emploi, suivis de la santé humaine et action sociale, du secteur financier, de la construction et de l'administration publique.

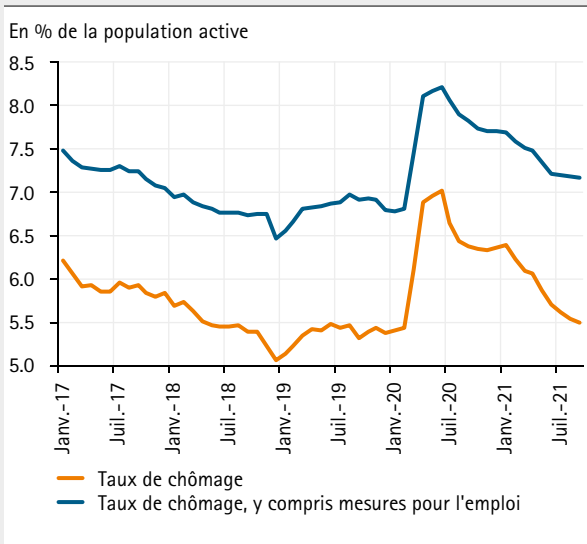
Le secteur public qui avait déjà beaucoup recruté en 2020 pour faire face à la crise sanitaire, semble poursuivre sur cette dynamique en 2021 et le phénomène devrait durer même au-delà. Ainsi, le projet de budget pour 2022 prévoit un doublement des recrutements par rapport au budget de 2021 et de nombreuses campagnes de recrutement pluriannuelles ont été lancées récemment (pour les communes, le CGDIS, la police, l'armée...).

Dans le secteur financier, ce sont toujours les effets indirects du Brexit mais aussi les recrutements des Soparfis qui contribuent à la hausse de l'emploi. Cette branche note également une nette hausse de la durée de travail (+2.1% sur les huit premiers mois de 2021, après déjà +1.3% en 2020), notamment en lien avec une augmentation des heures supplémentaires et une baisse des emplois à temps partiel. Cette évolution pourrait découler de la persistance du télétravail, toujours pratiqué par 80% des employés dans le secteur financier au 2^e trimestre 2021, ou bien de difficultés à recruter. Cependant, les postes vacants déclarés auprès de l'ADEM pour le secteur financier restent, malgré une hausse dans le courant de 2021, plutôt faibles du point de vue historique (cf. graphique 4.4).

³ Il faut toutefois relativiser cette évolution de l'emploi dans l'industrie, qui s'explique en partie par une baisse des détachements suite à l'entrée en vigueur du règlement européen 883/2004, cf. "Une baisse des détachements qui pèse sur l'emploi", dans le Conjoncture Flash de septembre 2021: <https://statistiques.public.lu/cata-logue-publications/conjoncture-flash/2021/PDF-Flash-09-2021.pdf>.

Graphique 4.5

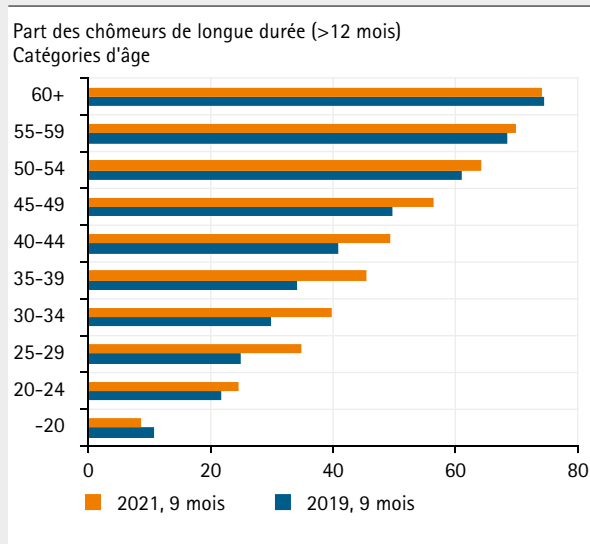
Le chômage continue à baisser...



Sources: ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 4.6

... mais la proportion des chômeurs de longue durée s'est sensiblement accrue



Source: ADEM

Le chômage baisse, mais les chômeurs de longue durée deviennent majoritaires

Le chômage baisse continuellement, rejoignant en octobre 2021 (avec 5.4% de la population active) son niveau d'avant-crise. Toutefois, les chômeurs de longue durée représentent plus de la moitié des chômeurs inscrits (50.3% sur les neuf premiers mois), contre 44% en 2019. C'est la part la plus élevée jamais enregistrée (elle ne s'élevait qu'à 20% environ il y a vingt ans).

Même si les chômeurs des tranches d'âge élevées restent de loin les plus concernés par le chômage de longue durée (pour les chômeurs de 60 ans ou plus, presque les $\frac{3}{4}$ sont inscrits depuis plus de 12 mois), ce sont surtout les chômeurs de moins de 40 ans qui expliquent la hausse récente de la durée d'inscription. La part des demandeurs d'emploi de 35 à 40 ans (cf. graphique 4.6) passe notamment de 34.1% en 2019 (9 mois) à 45.6% en 2021 (9 mois).

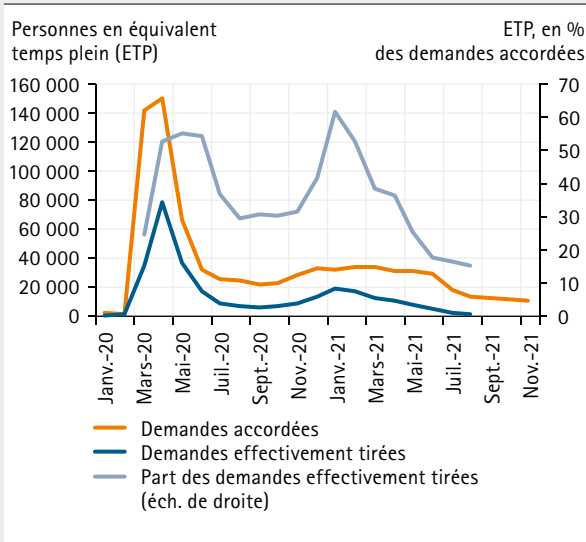
Les mesures pour l'emploi absorbent encore peu de chômeurs

En 2021 (9 mois), on observe une hausse de 10.6% des personnes bénéficiant de mesures pour l'emploi, après une baisse de 4.9% en 2020. Cet accroissement provient surtout des contrats de réinsertion-emploi, des mesures spéciales et des formations, ces dernières renouant toutefois seulement avec leur niveau d'avant-crise après une baisse importante des formations en 2020.

Sur le passé, le nombre de personnes en mesures pour l'emploi a toujours fortement augmenté suite à une crise: +15% en 2001 et +17% en 2002, voire +28% en 2010. La progression actuelle s'avère donc relativement faible de ce point de vue. Cette hausse des emplois aidés impacte légèrement le taux de chômage⁴, qui baisserait un peu moins si l'on tenait également compte de ces personnes, sans pour autant changer sa tendance baissière (cf. graphique 4.5).

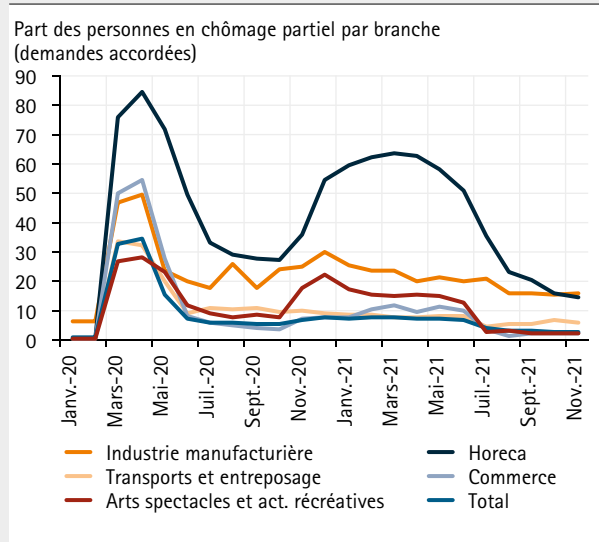
⁴ Sachant qu'une personne bénéficiant d'une mesure pour l'emploi n'est plus comptabilisée en tant que chômeur.

Graphique 4.7
Le chômage partiel se normalise sur la fin de 2021



Sources: Comité de conjoncture, IGSS, calculs STATEC

Graphique 4.8
L'industrie désormais plus concernée par le chômage partiel que l'Horeca



Sources: Comité de conjoncture, STATEC

Le chômage partiel s'épuise lentement

Avec l'allègement des mesures de restriction et la reprise concomitante de l'activité, le chômage partiel a également baissé continuellement depuis le début de l'année, du moins pour ce qui a effectivement été utilisé (il y a toujours une différence significative entre le nombre de demandes accordées et celles qui sont effectivement tirées, cf. graphique 4.7). En effet, les demandes de chômage partiel sont restées assez élevées jusqu'en juillet, probablement par précaution dans un contexte de grande incertitude. Depuis juillet, mois où le régime spécial "chômage partiel pour cas de force majeure liée à la crise du COVID-19" prenait fin, les conditions d'octroi de cette aide étatique ont continuellement été durcies, et les demandes ont de ce fait fortement chuté.

Pour novembre 2021, environ 700 entreprises ont demandé l'accès au chômage partiel, dont 90% ont reçu l'accord. Parmi celles-ci se trouvent 88% d'entreprises émanant de secteurs toujours en difficulté du fait de la crise sanitaire⁵, 9% sont issues de l'industrie et profitent du régime normal de chômage partiel (type conjoncturel) et 2% relèvent du cadre spécial des inondations de juillet 2021. Les inondations de cet été avaient gonflé les demandes de chômage partiel principalement en juillet, où elles représentaient 10% de l'effectif concerné, mais ne jouent presque plus sur les données du 4^e trimestre (0.8% de l'effectif en novembre).

En termes de personnes, c'est l'industrie (notamment la métallurgie et la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique) qui compte le plus de salariés concernés par le chômage partiel (45% du total contre 25% pour l'Horeca). Sur la fin de 2021, ce sont les secteurs liés au tourisme (taxis, hôtellerie, agences de voyages) et les concessionnaires automobiles, souffrant de plus en plus de difficultés d'approvisionnement, qui restent le plus fragilisés par la crise.

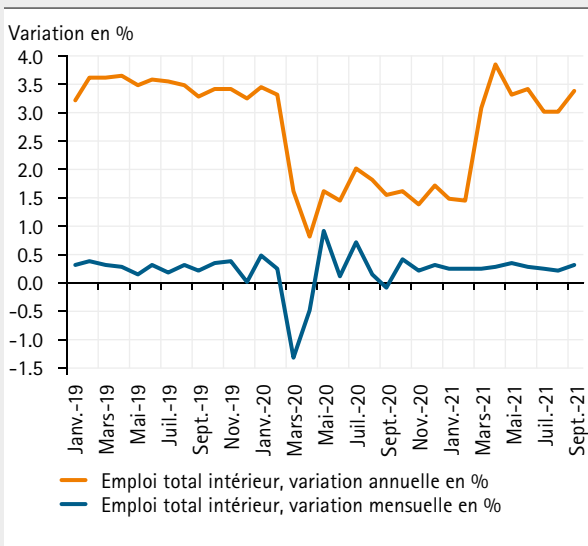
En Europe, les mesures de maintien en emploi restent encore en vigueur dans la plupart des pays. D'après les données partiellement disponibles pour la zone euro⁶, la part de l'emploi supporté par des mesures gouvernementales va de 0.3% (en Espagne en août) à 15.3% (en Irlande en juillet).

⁵ Ces entreprises profitent du chômage partiel de type structurel du fait qu'elles ont conclu un plan de redressement ou de maintien en emploi, cf. <https://cdc.gouvernement.lu/fr/service/attributions/chomage-partiel.html>.

⁶ Eurostat: https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10760954/11071228/Job_benefiting_from_Covid19_governmental_support_measures.xlsx.

Graphique 4.9

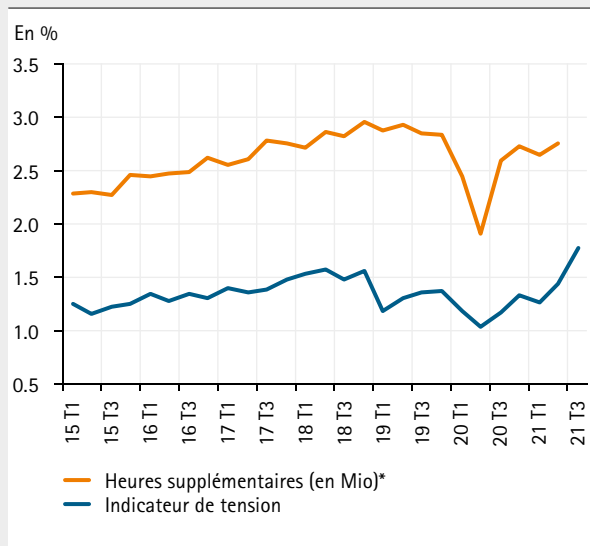
La progression mensuelle de l'emploi assez régulière en 2021



Source : STATEC, comptes nationaux

Graphique 4.10

Les indicateurs précurseurs de l'emploi se redressent



Sources : IGSS, ADEM, STATEC (* données désaisonnalisées)

Le contexte demeure favorable pour les perspectives d'emploi

L'emploi croît continuellement et à un rythme plutôt stable sur les neuf premiers mois de l'année 2021 (cf. graphique 4.9). Toutefois, sans les effets du règlement européen 883/2004⁷, donnant lieu à une baisse des détachements qui pèse sur l'emploi, ce dernier serait encore plus dynamique. Globalement, le ralentissement conjoncturel prévu au niveau mondial devrait freiner la croissance de l'emploi. Les difficultés de recrutement signalées par les entrepreneurs sont également susceptibles de limiter sa progression, mais pourraient la supporter dans une phase ultérieure de ralentissement économique.

Les indicateurs précurseurs de l'emploi tendent à se redresser en 2021, après une forte chute en 2020, mais certains d'entre eux restent encore en deçà de leurs niveaux pré-crise. C'est notamment le cas pour le travail intérimaire et les heures supplémentaires. Les perspectives d'emploi des entrepreneurs sont par contre repassées au-dessus des valeurs d'avant 2020 et l'indicateur de tension du marché du travail⁸, qui rapporte les nouvelles offres aux nouvelles inscriptions au chômage, atteint un niveau inédit (cf. graphique 4.10).

Les faillites et les pertes d'emploi correspondantes demeurent à un niveau faible en 2021, comparable à celui des années précédentes. Par ailleurs, elles ne devraient pas grimper en flèche une fois que toutes les mesures de soutien et les suspensions temporaires de déclaration des faillites liées à la crise seront terminées⁹. Aussi, les branches qui restent en difficulté (sur base des critères d'éligibilité au chômage partiel) représentent une part très minime de l'emploi salarié, un accroissement des faillites dans ces branches n'aurait donc qu'un impact très limité sur l'emploi total. Par ailleurs, sur les dix premiers mois de 2021, on observe une hausse des nouvelles immatriculations d'entreprises (+32% sur un an et +24% par rapport à 2019 selon les données du Registre de commerce et des sociétés), comme si les phases de "lockdown" avaient inspiré l'entrepreneuriat¹⁰.

⁷ Cf. "Une baisse des détachements qui pèse sur l'emploi", dans le Conjoncture Flash de septembre 2021: <https://statistiques.public.lu/catalogue-publications/conjoncture-flash/2021/PDF-Flash-09-2021.pdf>.

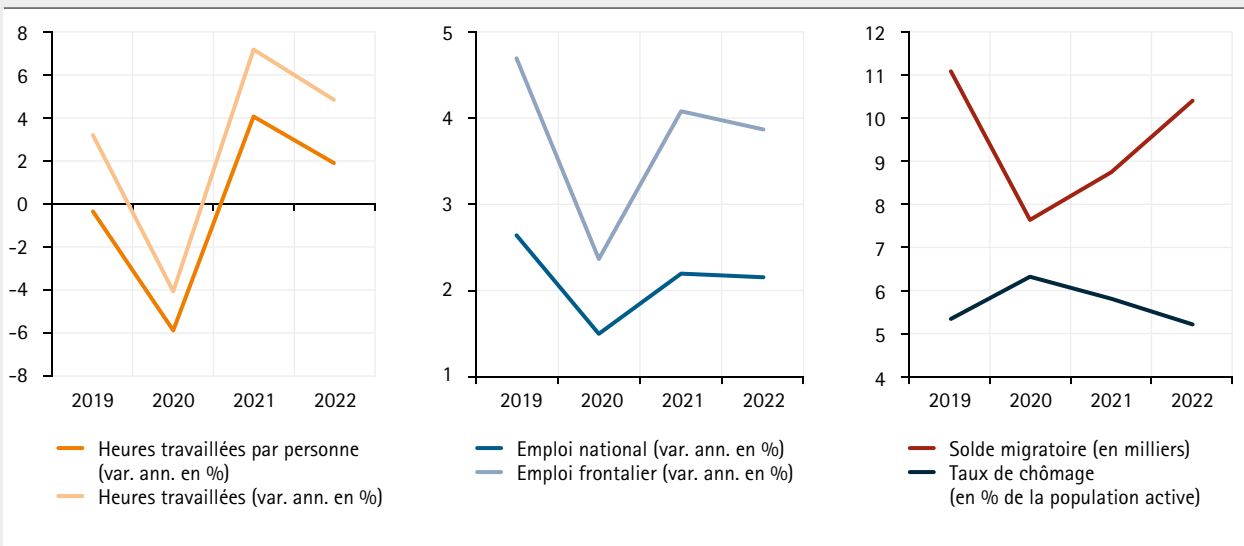
⁸ Cf. Étude "Un indicateur de tensions sur le marché du travail pour le Luxembourg" dans la Note de conjoncture 2-2013, pp. 83-84: <https://statistiques.public.lu/catalogue-publications/note-conjoncture/2013/PDF-NDC-02-13.pdf>.

⁹ Cf. Étude 7.1 "Impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises au Luxembourg", de cette Note de conjoncture.

¹⁰ Cf. Conjoncture Flash de novembre 2021.

Graphiques 4.11

Rebond de la durée du travail, des migrations et de l'emploi



Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

En ce qui concerne le télétravail, son utilisation semble s'être stabilisée à environ 40% des employés sur les derniers trimestres (l'enquête dont sont issues ces données est menée seulement auprès des résidents). Cette proportion reste considérable par rapport aux 50% enregistrés pendant le confinement du 2^e trimestre 2020 et bien supérieure aux quelque 20% constatés avant la crise sanitaire (en 2019). Au niveau des branches, le pourcentage des résidents travaillant en "home office" va de 80% dans le secteur financier à 10% environ dans la construction.

L'emploi et la durée de travail maintiennent le cap

L'emploi avait décéléré en 2020 (+1.9%) mais retrouverait un rythme de croisière de près de 3% en 2021 et 2022. Après +4.2% en 2020, l'emploi public gagnerait encore de l'élan avec +4.7% et +3.7% au cours de ces années. L'emploi privé augmenterait de 2.7% après un tassement à 1.5% en 2020. L'essentiel du "choc" (des restrictions sanitaires) avait néanmoins été encaissé par la durée de travail moyenne (-5.8%), mais elle rebondirait de 4% en 2021 et de près de 2% en 2022. Dans le seul secteur financier, la durée moyenne avait déjà augmenté en 2020 (+1.3%) et il en serait de même en 2021 (sur base de chiffres observés jusqu'au mois d'août, cf. ci-avant). Pour 2022, l'hypothèse d'un retour à la normale se matérialiserait par une baisse de la durée (-0.2%) en ligne avec la tendance historique (-0.1%).

Avec la hausse de l'emploi, les migrations reprennent et le chômage baisse

Les migrations étaient à l'arrêt au 2^e trimestre 2020, et de moitié moindre qu'à l'accoutumée au 3^e trimestre. Sur toute l'année 2020, l'immigration nette était de 7 600 personnes, soit un tiers de moins que l'année d'avant. Sur base de données observées jusqu'en septembre, le STATEC anticipe près de 9 000 personnes en 2021, puis 10 000 en 2022. Le solde migratoire se rapprocherait ainsi progressivement des niveaux d'avant-crise et contribuerait à la hausse de l'emploi national de 2.3% prévue pour 2021 et 2022. L'emploi frontalier progresserait davantage, de 3.9% et 3.6% respectivement. Comme lors des ralentissements économiques précédents, l'emploi frontalier a été plus fortement impacté¹¹, mais il réagit aussi plus rapidement à la reprise de l'activité.

¹¹ L'explication structurelle étant que les frontaliers sont surreprésentés dans les activités les plus touchées par la crise, comme par exemple le travail intérimaire.

Tableau 4.1
Marché du travail

					Baseline	Scénario haut ¹	Scénario bas ²
	2020	1995-2020	2020	2021	2022	2021	2022
	Niveau (personnes)	Évolution (en % ou en points de %)				Évolution en %	sauf si spécifié différemment
Population totale ³	634 730	1.7	1.4	1.7	2.0	1.7	2.0
Solde migratoire (% de la pop. tot.)	7 620	.	1.2	1.4	1.6	1.4	1.6
Population en âge de travailler ⁴	407 527	1.9	1.4	1.5	1.7	1.5	1.7
Population active	296 495	2.2	2.8	0.9	1.5	0.9	1.5
Taux d'activité (% de la pop. en âge de travailler)	.	0.2	72.8	72.3	72.2	72.3	72.2
<i>Idem, femmes</i>	.	61.8	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
Emploi total intérieur	472 185	3.2	1.9	3.0	2.9	3.0	3.1
dont: frontaliers entrants	209 994	5.4	2.2	3.8	3.7	3.9	4.1
emploi résident	275 750	2.0	1.5	2.2	2.2	2.2	2.3
Durée de travail moyenne	.	-0.5	-5.8	4.0	1.9	4.0	1.9
Nombre de chômeurs (ADEM)	18 673	5.9	21.4	-7.0	-8.8	-7.1	-11.0
Taux de chômage (% de la pop. act.)	.	0.1	6.3	5.8	5.2	5.8	5.1

Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

¹ Dans le scénario haut, le déploiement massif des vaccins permettrait de réduire les incertitudes économiques et renforcerait la confiance des ménages et entreprises. Les ménages, luxembourgeois et étrangers, utiliseraient une partie de l'épargne accumulée lors de la crise du COVID. La hausse des dépenses de consommation conforterait le rebond économique à court terme et permettrait de retrouver à moyen terme un niveau de PIB mondial comparable à un scénario sans crise COVID.

² Dans le scénario bas, la propagation de nouveaux variants du COVID résulterait dans de nouvelles restrictions sanitaires qui contraindraient la demande et perturberaient davantage les chaînes de valeurs. La reprise économique de 2022 serait limitée et les marchés financiers fragilisés.

³ Au 31 décembre.

⁴ 20-64 ans.

Le chômage a reculé bien davantage qu'anticipé au cours des derniers mois. Le taux de chômage reculerait à 5.8% en 2021 (après 6.3% en 2020) et 5.2% en 2022, à comparer aux 6.4% et 6.3% prévus il y a 6 mois. Cela témoigne de la particularité de la crise, engendrée par les restrictions sanitaires qui ont freiné les migrations alors que l'emploi continuait à progresser. La pénurie de main-d'œuvre, qui s'est aggravée tout au long de la dernière décennie, a également permis d'éviter des hausses de chômage aussi prononcées que lors des crises passées.

L'évolution favorable du marché du travail se matérialiserait dans tous les scénarios

Le bouclage macroéconomique du modèle du STATEC permet d'évaluer l'impact des scénarios internationaux alternatifs sur le marché du travail. Le scénario bas table sur de nouvelles restrictions sanitaires au Luxembourg et dans les pays partenaires, qui freineraient l'activité économique et ainsi la dynamique de l'emploi en 2022 (+2.5% au lieu des +2.9% prévus dans le scénario central) et la baisse du taux de chômage (5.4% au lieu de 5.2%). Dans le scénario haut, qui illustre le risque positif d'un recyclage de la sur-épargne accumulée, l'impact serait de 0.1 point de %, à la hausse pour l'emploi et à la baisse pour le taux de chômage. Dans les deux scénarios, on s'aperçoit que l'impact direct sur la croissance du PIB, de la consommation et des revenus est plus prononcé que l'effet indirect qui se matérialiserait sur le marché du travail. Les scénarios permettent ainsi de déterminer des fourchettes relativement étroites pour 2022: une hausse de l'emploi entre +2.5% et +3.1% et une baisse du taux de chômage qui se situerait entre 5.1% et 5.4% à l'horizon de prévision.



Finances publiques

5

Au Luxembourg, le redressement des finances publiques sera plus rapide qu'antérieurement prévu. Après un déficit de 3.5% du PIB en 2020, le solde public devrait, selon les dernières prévisions du STATEC, être très proche de l'équilibre cette année, puis remonter à +1.4% en 2022.

L'amélioration s'explique en premier lieu par le rebond conséquent des recettes publiques. Après un léger repli l'an dernier, ces dernières rebondiraient de 10% en 2021. Contrairement à ce qui est prévu pour les pays voisins, les niveaux d'avant-crise seraient donc largement dépassés au Luxembourg. Les impôts sur les ménages et la TVA contribuent le plus à cette dynamique favorable. Pour 2022, le STATEC table sur un certain freinage des recettes, à environ +8%.

Les dépenses publiques s'étaient enflammées l'an dernier (+13%) sous l'impact des mesures de soutien liées au COVID-19. L'épuisement de ces dernières freine sensiblement la progression anticipée pour cette année (quelque 2%) et dans une moindre mesure pour 2022 (environ +4%). En revanche, la remontée de l'inflation, notamment en rapprochant les échéances des tranches indiciaires, stimulera les dépenses.

Tableau 5.1

Les impôts s'inscrivent en nette hausse par rapport à l'an dernier...

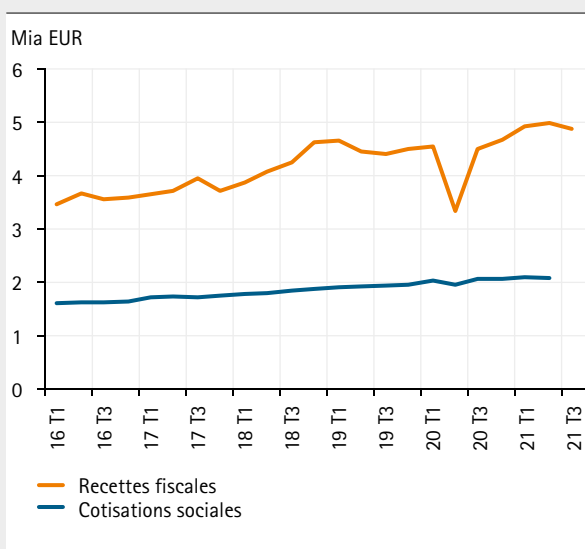
	2021 - 10 mois	Évolution 21/20	Évolution 21/19
	EUR		En %
Impôts sur les ménages	5 746	17.2	21.6
TVA	3 810	22.0	15.4
Impôts sur les sociétés	2 507	6.9	-18.3
Droits d'accise	1 375	16.8	3.9
Taxe d'abonnement	1 265	23.4	24.0
Autres	1 548	18.2	11.5
Recettes fiscales totales	16 250	17.1	9.6
Cotisations sociales*	8 116	3.5	7.8

* Données sur le 1^{er} semestre, produites selon l'optique SEC2010, celle des comptes nationaux.

Sources: Administrations fiscales, IGSS, STATEC

Graphique 5.1

... en se stabilisant à des niveaux élevés depuis le début de l'année



Sources: Administrations fiscales, IGSS, STATEC (données désaisonnalisées)

Rebond des recettes fiscales confirmé...

Le total des impôts collectés par l'État s'est maintenu à des niveaux élevés depuis le début de l'année, nettement supérieurs à ceux enregistrés en 2020. Au printemps 2020, les recettes fiscales s'étaient effondrées sous l'impact du 1^{er} confinement, qui avait engendré un affaïssement des bases fiscales, et de l'allongement des délais de paiement pour certains impôts (-5% pour 2020 dans son ensemble). À l'instar de l'activité économique, les bases se sont rapidement redressées par la suite et les séquelles de la crise paraissent jusque-là limitées.

Cette remontée se traduit par une nette progression des rentrées fiscales, de 17% sur un an à l'issue des 10 premiers mois de 2021. Si l'on compare ces recettes à 2019 (pour neutraliser l'impact de la crise), la progression s'élève à quelque 10%, soit 5% en moyenne par an. Il s'agit d'un rythme appréciable, pourtant légèrement inférieur à la progression annuelle moyenne observée sur la décennie écoulée. La trajectoire ascendante repose en premier lieu sur les impôts sur les ménages et la TVA alors que les dynamiques sont plus contrastées pour les accises et les impôts sur les sociétés.

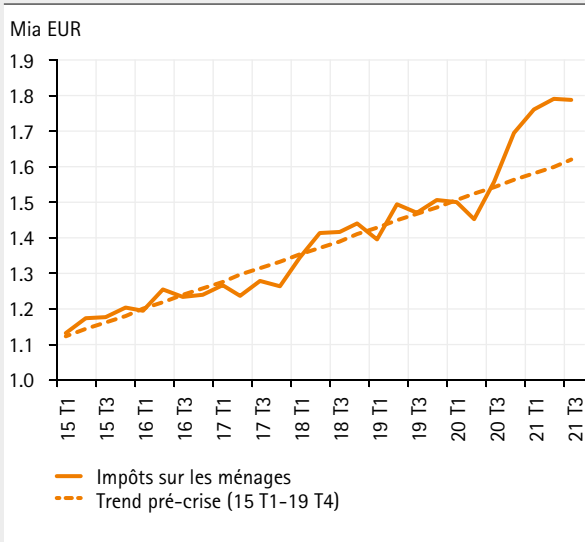
... tandis que les cotisations sociales continuent à affluer tranquillement

Les cotisations sociales se sont accrues de seulement 3.6% sur un an au 1^{er} semestre 2021. Cette progression devrait encore se renforcer – le STATEC table sur un peu plus de 5% pour 2021 dans son ensemble – sous l'impact notamment de la tranche indiciaire payée en octobre. Elle resterait tout de même en deçà de la croissance fulgurante des impôts et devrait donc peser sur la progression des recettes publiques totales pour 2021, compte tenu aussi de leur poids élevé (30% du total).

Il faut pourtant garder en mémoire que cette plus faible croissance par rapport aux impôts s'explique essentiellement par le fait que, contrairement à ces derniers, les cotisations sociales ne s'étaient pas repliées en 2020. Leur progression était restée supérieure à 5%, soutenue également par les revenus de remplacement (notamment du chômage partiel, soumis aux cotisations) payés par les pouvoirs publics. L'année prochaine, le dynamisme de la masse salariale gonflerait la progression des cotisations sociales à près de 7%.

Graphique 5.2

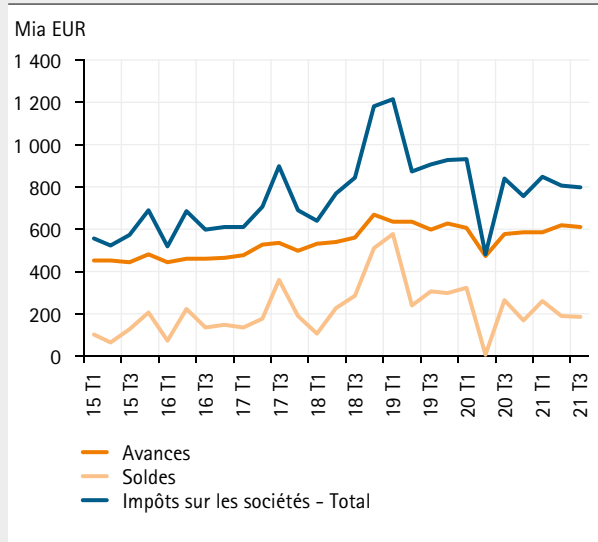
Les impôts sur les ménages largement au-dessus de leur trajectoire d'avant-crise...



Sources: ACD, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 5.3

... contrairement aux impôts sur les sociétés



Sources: ACD, STATEC (données désaisonnalisées)

Impôts sur les ménages: au-delà des attentes

Les impôts sur les ménages semblent avoir le vent en poupe, les encaissements sur les 10 premiers mois de l'année s'étant accrus de 17% par rapport à 2020, soit 840 Mio EUR supplémentaires. Cette dynamique très favorable ne peut guère s'expliquer par un effet de base puisque les impôts perçus sur les revenus des ménages avaient, comme les cotisations sociales, continué de progresser à un rythme considérable l'an dernier (de l'ordre de 6%).

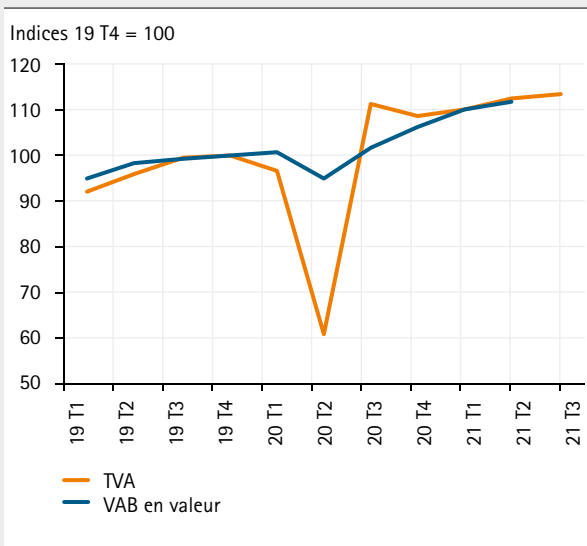
L'envolée de l'impôt sur les revenus des capitaux (+100%, soit un gain de 300 Mio EUR après 10 mois) fait notamment grimper les impôts sur les ménages au-delà de sa trajectoire d'avant-crise. Cet impôt très volatil (-19% en 2020) est perçu lors du versement de dividendes par les entreprises. La partie de l'impôt sur les ménages fixée par voie d'assiette (sur base des déclarations fiscales) a nettement accéléré par rapport à 2020 (à +34% après 10 mois). Les impôts retenus sur traitements et salaires, part du lion des impôts sur les ménages (70%), ont maintenu leur rythme de croisière (+9% après 10 mois). Si ces derniers devraient rester dynamiques, à l'instar de la masse salariale, le soutien des autres composantes devrait s'affaiblir l'an prochain. Le STATEC table ainsi sur un freinage des impôts sur les ménages, dont la progression passerait de 15% pour 2021 à quelque 9% pour 2022 (encore légèrement supérieure à la moyenne de long terme).

Des impôts sur les sociétés peu dynamiques

Les impôts sur les sociétés s'inscrivent en hausse par rapport à l'an dernier, mais ne renouent plus avec les niveaux d'avant-crise, gonflés à l'époque par l'imposition automatique et la déclaration électronique. Ce constat vaut surtout pour les soldes d'impôts (les arriérés) qui devraient durablement se réduire suite à cette accélération de l'encaissement. Si les avances n'ont pas non plus dépassé les pics antérieurs, elles ont pourtant renoué avec la croissance depuis l'été 2020 (+5% sur un an au 3^e trimestre 2021) et devraient être stimulées par la bonne résistance des profits au Luxembourg lors de la crise sanitaire et le net rebond des bourses cette année (en 2020, près de 80% des impôts sur les sociétés collectés émanaient du secteur financier).

Graphique 5.4

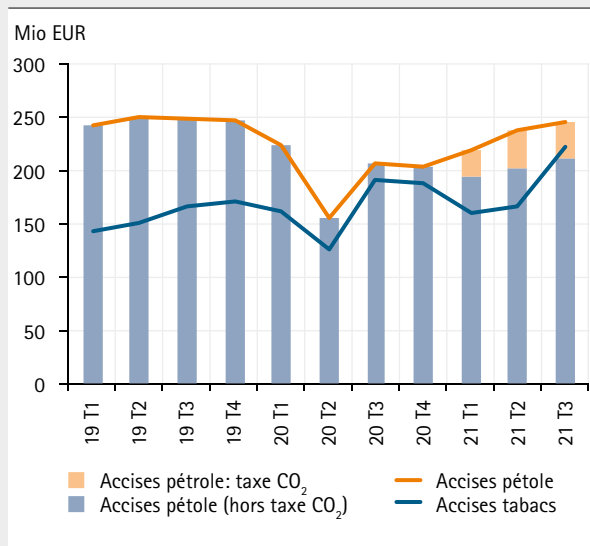
Les rentrées de TVA à nouveau en ligne avec la valeur ajoutée



Sources: AED, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 5.5

Remontée des accises sur les derniers trimestres



Sources: ADA, STATEC (données désaisonnalisées)

¹ Il s'agit des taux de croissance dans l'optique SEC 2010. Cette dernière affecte les impôts à l'année de leur fait économique générateur et diffère donc de l'optique caisse (cf. chiffres du tableau 5.1). Dans cette optique, 125 Mio EUR ont été rajoutés à l'année 2020. Il s'agit des impôts qui auraient normalement été encaissés en 2020, c'est-à-dire en l'absence de reports de paiements (y compris l'annulation des avances trimestrielles) accordés face à la crise sanitaire. Ce rajout limite la décade de 2020 par rapport à l'optique caisse. En revanche, la progression des années 2021 et 2022 sera réduite (les impôts reportés devraient être encaissés sur cette période, mais seront retranchés pour arriver à l'optique SEC 2010).

² "L'accord mondial de réforme de la fiscalité et ses impacts potentiels pour le Luxembourg".

³ La TVA leur est remboursée. S'y ajoute, en Belgique et en France, le remboursement d'une partie des accises.

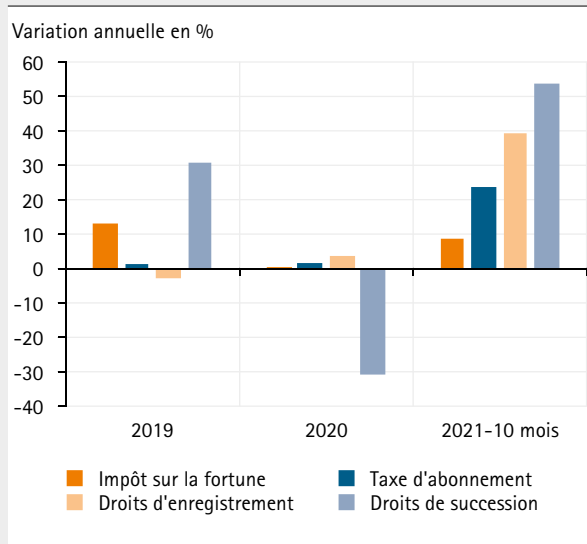
Au total, selon les prévisions du STATEC, les impôts sur les sociétés devraient progresser d'environ 4% cette année (après un recul de près de 20% en 2020), puis accélérer à quelque 6 % pour 2022¹. À un horizon plus lointain, l'évolution de ces recettes est très incertaine. La refonte de la fiscalité des entreprises à l'échelle internationale dessinée par l'OCDE (qui devrait entrer en vigueur en 2023) pourrait affecter non seulement les droits à taxer des différents pays sur les entreprises multinationales, mais également déclencher des réactions stratégiques de la part de ces entreprises et des différents pays (cf. étude 7.2²).

Les recettes de TVA profitent de la reprise économique

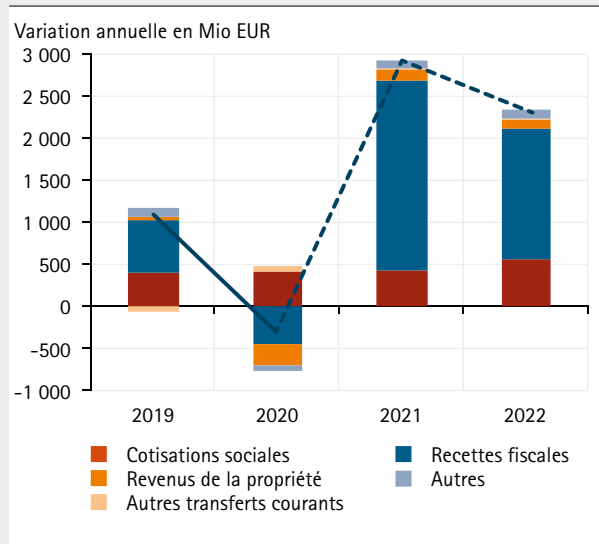
Le renforcement de la TVA sur les derniers trimestres est en ligne avec celui de la valeur ajoutée nominale, grosso modo sa base fiscale macroéconomique. L'année dernière, les trajectoires avaient divergé suite aux reports de paiements accordés et aux remboursements anticipés de la TVA aux entreprises (cf. graphique 5.4). Il en découle un effet de rebond très net (+22% sur un an à l'issue des 10 premiers mois de 2021). Si l'on compare les rentrées à 2019, on obtient une progression annuelle moyenne de quelque 8%, proche du rythme moyen observé sur les années 2018-2019. La poussée inflationniste et la reprise économique devraient continuer à soutenir les recettes de TVA. Le STATEC table sur +13% pour cette année et +9% pour 2022 (optique SEC 2010).

Les accises ont retrouvé un certain élan

Depuis la fin du printemps, la remontée de la mobilité, suite à l'allègement des restrictions sanitaires en Europe, a soutenu le redressement des accises sur les produits pétroliers. Si les ventes d'essence se sont rapprochées des niveaux d'avant-crise, celles sur le diesel ont chuté de près de 20%. En cause: l'introduction de la taxe CO₂ qui renchérit les prix à la pompe au Luxembourg. Si, pour les particuliers, ces prix restent nettement inférieurs à ceux des pays voisins, les prix du diesel pour les professionnels³ sont cette année supérieurs de 5 cents par litre à ceux pratiqués en Belgique. Que les accises sur produits pétroliers se rapprochent récemment des niveaux d'avant-crise (cf. graphique 5.5), en dépit du fort recul des ventes de diesel, s'explique dès lors par l'effet taux.

Graphique 5.6**Les autres impôts s'inscrivent également en hausse cette année**

Sources : Administrations fiscales, STATEC (données en base caisse)

Graphique 5.7**Au total, les recettes publiques s'accroîtraient de près de 3 Mia EUR cette année**

Source : STATEC (2021-2022 : prévisions)

Ce dernier jouerait encore, de manière réduite, l'an prochain suite à la nouvelle hausse de la taxe CO₂ (de 20 à 25 EUR/tonne) et porterait, selon les prévisions du STATEC, la progression des accises sur les produits pétroliers à 23% en 2021, puis 7% pour 2022 (malgré des ventes totales de carburants encore proches des niveaux très faibles de 2020, cf. aussi chapitre 6).

En revanche, le dynamisme des accises prélevées sur les tabacs repose essentiellement sur celui des ventes. Après avoir freiné en 2020, ces accises devraient rebondir de 20% cette année et pourraient enregistrer encore une progression à deux chiffres l'an prochain.

Les catégories d'impôts de moindre ampleur sont également positivement orientées (cf. graphique 5.6). Elles contribuent pour près de 500 Mio EUR (soit 20%) à la progression annuelle des impôts totaux à l'issue des 10 premiers mois de l'année. La taxe d'abonnement y participe pour moitié, portée par le rebond des bourses.

Recettes publiques totales: +10% en 2021

Après avoir bien résisté en 2020 (-1%), les recettes publiques totales progresseraient de 10% cette année. Ce résultat est très appréciable en comparaison européenne dans la mesure où la Commission européenne, dans ses prévisions d'automne, anticipe que dans nos pays voisins⁴ les recettes ne dépasseraient cette année que très légèrement les niveaux de 2019 (contre +9% pour le Luxembourg). L'évolution des recettes publiques confirme ainsi la très bonne résistance de l'économie luxembourgeoise dans cette crise.

La remontée fulgurante des rentrées fiscales (+13% pour 2021) serait le principal facteur de la vitalité des recettes publiques (cf. graphique 5.7). Malgré un certain freinage prévu pour l'an prochain, les recettes s'y accroîtraient encore de près de 8% (scénario central), un rythme supérieur à la moyenne de long terme (cf. tableau 5.2).

L'évolution des recettes étant étroitement liée à celle des bases fiscales, le raffermissement conjoncturel anticipé dans le scénario haut (cf. chapitre 2) maintiendrait la croissance des rentrées à environ 10% l'an prochain. À l'opposé, dans le cas de nouvelles restrictions sanitaires (scénario bas), ces dernières pèseraient sur les recettes: elles ne progresseraient plus que de 6% en 2022.

⁴ De même que dans la zone euro dans son ensemble.

Tableau 5.2
Finances publiques

	Niveaux 2020	1995-2020	2020	2021	2022
	Mio EUR		Évolution en % sauf si spécifié différemment		
Total des dépenses	30 297	6.5	12.7	2.2	4.1
Consommation intermédiaire	2 795	6.5	5.0	4.6	5.8
Formation de capital	3 074	6.9	19.4	-1.7	3.2
Rémunération des salariés	6 937	5.9	9.6	5.3	6.3
Prestations sociales	13 370	6.7	16.0	-1.2	4.4
Autres dépenses	4 122	6.4	8.5	9.2	-1.1
Total des recettes	28 020	5.9	-1.0	10.4	7.6
Impôts sur la production et les importations	6 953	5.7	-2.2	16.3	8.6
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	10 212	6.1	-2.8	11.0	7.6
Cotisations sociales	8 122	6.2	5.4	5.2	6.6
Autres recettes	2 734	4.8	-8.4	9.0	7.7
Capacité/besoin de financement (% du PIB)	-2 278	1.7	-3.5	0.0	1.4

Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

Des dépenses publiques marquées par la fin des mesures de soutien

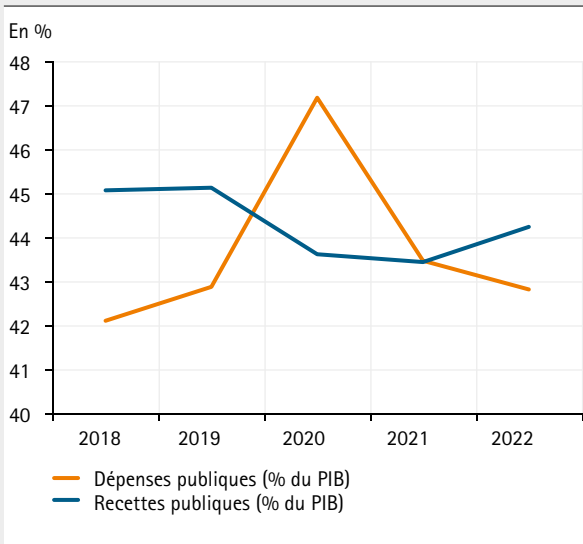
En raison de l'expiration graduelle des mesures de soutien liées au COVID-19, les dépenses publiques devraient progresser moins vite en 2021 et 2022 qu'en moyenne sur les décennies écoulées. Les fonds publics injectés en support de l'économie sont toujours censés passer de 1.5 Mia EUR en 2020 à 600 Mio EUR en 2021 et à zéro en 2022. Ils contribueraient donc négativement à l'évolution des dépenses totales en 2021 et 2022 (-3 et -2 points de %) après y avoir rajouté près de 6 points de % l'an dernier. Ces chiffres expliquent donc la forte hausse des dépenses totales en 2020 (+12.7%) puis le freinage prévu pour 2021 (+2.2%).

L'évolution des dépenses pour 2021-2022 appelle en outre les commentaires suivants:

- L'échelle mobile devrait accélérer de +0.6% en 2021 à +2.5% en 2022; les dépenses publiques étant très sensibles à l'échelle mobile, avec une élasticité implicite estimée à 0.85, l'accélération prévue engendrerait des dépenses additionnelles d'environ 500 Mio EUR en 2022 par rapport à 2021 (surtout prestations sociales et masse salariale)⁵;
- Après les fortes hausses de 2019 et 2020, l'investissement public constituera, en 2021 et 2022, un facteur de modération; ce mouvement réplique les tendances du passé, où des déficits publics étaient suivis, avec 1-2 années de décalage, d'un freinage voire d'une baisse de l'investissement; à noter que le STATEC a repris sur ce point la prévision figurant dans le Projet de Budget 2022;
- Le freinage de l'investissement induirait également une moindre croissance de la consommation intermédiaire, à environ +5% par an (contre +7.5% en moyenne historique);
- La masse salariale se verra dynamisée par l'évolution de l'emploi et les besoins importants en personnel de la fonction publique (un peu plus de 4% de hausse en 2021 et 2022, contre 3% en moyenne historique, cf. chapitre 4) alors que la croissance réelle des salaires (hors échelle mobile) serait peu dynamique;

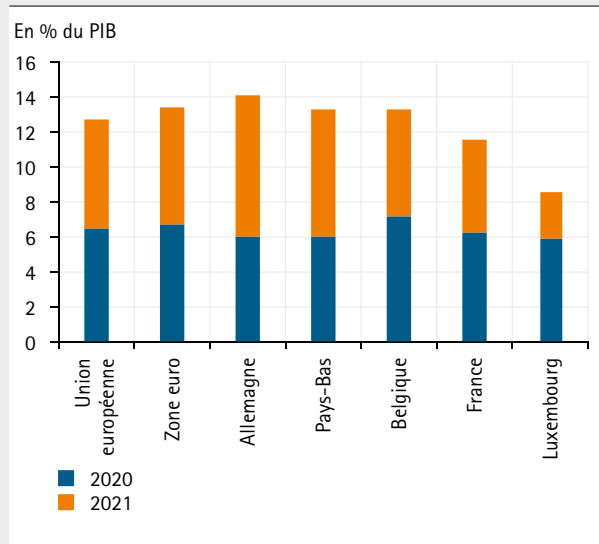
⁵ Les risques liés à un emballement de la spirale inflation/salaires se reporteraient plutôt sur 2023/2024. Aussi peut-on estimer que chaque dixième de point de % de croissance additionnelle de l'échelle mobile entraînerait quelque 30-35 Mio d'EUR de dépenses en plus. En contrepartie toutefois, les recettes augmenteraient également, mais moins. Au final, pour un point de % de hausse additionnelle de l'échelle mobile, le solde public se dégraderait de 0.1 point environ.

Graphique 5.8
Les dépenses publiques retournent à leur niveau pré-crise



Source: STATEC (2021-2022: prévisions)

Graphique 5.9
Réponse budgétaire* à la crise du COVID-19



Source: Commission européenne

* Grille de lecture: La "réponse budgétaire" correspond à la différence entre le solde primaire de 2020 et 2021, par rapport à celui de 2019. Cette façon de faire cumule le coût des mesures de crise spécifiques prises en 2020 et 2021 ainsi que le jeu des stabilisateurs automatiques sur ces deux années.

- Les prestations sociales en espèces devraient baisser sur l'ensemble de 2021 (-3%) et reprendre une trajectoire légèrement ascendante en 2022; outre le repli des mesures de soutien, un des facteurs de modération est constitué par la nette baisse du chômage qui freine les dépenses prévues du Fonds pour l'emploi (-45% en 2021 puis -30% en 2022, d'après les prévisions du STATEC);
- Le recul du coût de la dette, en raison des taux d'intérêt très faibles, est un autre facteur de modération (même si cela ne joue que peu sur le total).

Un impact de la crise du COVID-19 sur les dépenses publiques au Luxembourg bien moindre que dans les pays voisins

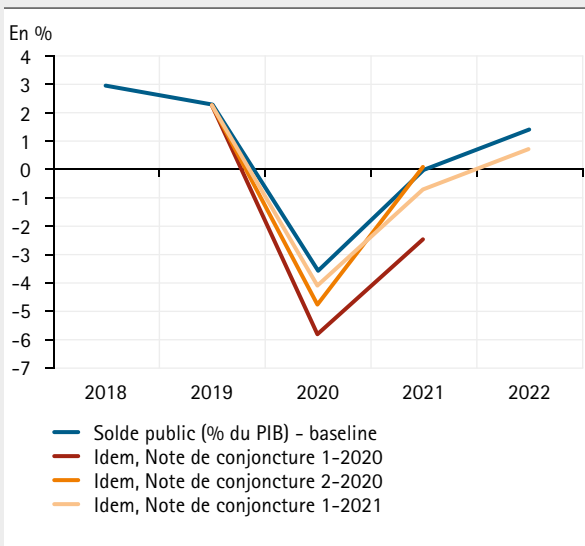
Au Luxembourg, d'après les prévisions du STATEC, la part des dépenses publiques dans le PIB devrait se rapprocher, en 2022, du niveau de 2019 (cf. graphique 5.8). Le surplus de dépenses publiques, en lien avec le combat des effets néfastes de la crise, semble donc converger vers zéro, au Luxembourg. Deux explications à cela:

- D'après plusieurs sources, le Luxembourg aurait engagé des dépenses moindres, sans doute puisque la crise a aussi fait moins de ravages économiques au Luxembourg⁶;
- Une croissance nominale du PIB plus dynamique du Luxembourg, de plus du double de la moyenne de l'UE ou de la zone euro; cela joue évidemment de façon favorable sur tous les ratios qui expriment des dépenses publiques en % du PIB; d'autre part, la croissance nominale plus élevée (ou l'affaïssement moins prononcé du PIB) génère aussi comparativement plus de recettes fiscales, qui permettent à leur tour de financer lesdites dépenses.

⁶ D'après les calculs du STATEC, en ne considérant que les dépenses effectives liées aux mesures spécifiques, le Luxembourg aurait injecté environ 3 points de PIB (cf. "Bilan des aides accordées dans le cadre de la crise pandémique", Note de Conjoncture 1-21). En revanche, selon le FMI (octobre 2021, "Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic"), le Luxembourg aurait engagé environ 4 points de PIB (dépenses et recettes perdues). Dans tous les cas, l'effort de crise du Luxembourg est nettement inférieur à celui de ses pays voisins ou de l'UE dans son ensemble (cf. aussi graphique 9).

Graphique 5.10

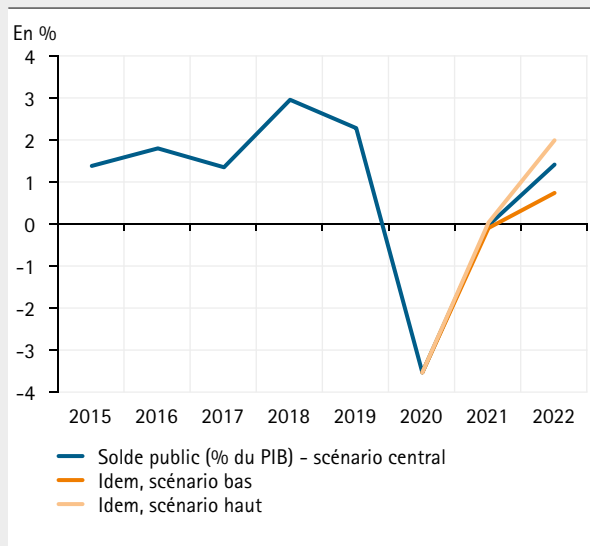
La prévision du solde public en constante amélioration



Source: STATEC (2021-22: prévisions)

Graphique 5.11

Le solde public proche des niveaux pré-crise en 2022



Source: STATEC (2021-22: prévisions)

Un solde public proche de l'équilibre en 2021

L'excellente dynamique constatée des recettes fiscales, commentée ci-avant, combinée à une certaine maîtrise des dépenses, feraient en sorte que dans leur ensemble, les finances publiques seraient proche de l'équilibre déjà en 2021. Dans la Note de conjoncture 1-21, le STATEC tablait encore sur un léger déficit (-0.7% du PIB). Dans cette Note, un solde nominal proche de 0 est avancé pour cette année, tandis que pour 2022, un excédent conséquent est prévu (proche de 1.5% du PIB ou 1 Mia EUR)⁷.

La Commission européenne, dans ses prévisions d'automne, table également sur un solde proche de l'équilibre au Luxembourg pour cette année, soit le meilleur résultat en Europe. Selon ces prévisions, le déficit se maintiendrait à 7% du PIB en moyenne dans la zone euro en 2021 et ne s'améliorerait que par après, passant à quelque 4% pour 2022, puis environ 2.5% pour 2023.

La révision des prévisions du STATEC relative à 2021 s'explique en large partie par une sous-estimation des recettes publiques, il y a six mois, à hauteur de 750 Mio EUR. Cette dernière provient pour 2/3 environ d'une très forte révision des impôts perçus sur les ménages. Le reste provient à parts égales des impôts sur les sociétés, de la TVA et des impôts sur les transactions mobilières et immobilières. Une petite partie de l'erreur de prévision revêt un caractère méthodologique, à savoir la réaffectation à 2020 du report accordé aux entreprises à hauteur de 125 Mio EUR (cf. note de bas de page n° 1 p. 50 pour plus de détails).

Les recettes meilleures que prévu sur 2021 sont partiellement compensées par des dépenses également révisées à la hausse, à hauteur de 300 Mio EUR environ. Elles ont été plus dynamiques notamment au niveau de l'emploi et des frais de fonctionnement.

Alors que les règles entourant la surveillance des finances publiques au niveau européen ont été mises entre parenthèses pour la troisième année consécutive, d'après les simulations du STATEC, qui sont comme d'habitude sujettes à révision, le Luxembourg devrait les respecter à nouveau en 2022, avec un solde structurel de +1% du PIB environ⁸.

⁷ Le budget de l'État pour 2022 mise sur des déficits légers en 2021 (-0.6% du PIB) et en 2022 (-0.2%). En 2021, la différence principale avec la prévision du STATEC se situe du côté des dépenses, qui sont moins dynamiques dans la projection de ce dernier, tandis qu'en 2022, les recettes y évolueraient mieux que dans le projet de budget.

⁸ L'écart de production présente la trajectoire suivante dans la prévision du STATEC (2019-2022): +0.1// -4.0// +0.1// +0.8.



Énergie et émissions 6

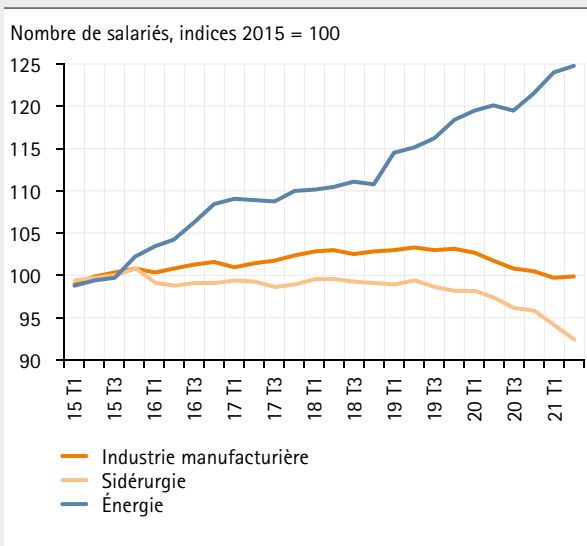
La production nationale d'électricité a augmenté de 5% sur les 8 premiers mois de 2021 (après +25% en 2020). Les conditions météorologiques plus défavorables ont limité la hausse de la production d'électricité renouvelable: l'éolien a stagné (après +30% en 2020) mais l'essor du photovoltaïque continue (+37% après +55% en 2020) grâce à une hausse des capacités installées. La production d'électricité à partir de gaz naturel a augmenté de 18% sur les 8 premiers mois de 2021 malgré la flambée du prix de l'intrant.

Après une dégringolade des prix des énergies fossiles en 2020, ils ont rebondi avec la reprise économique mondiale. Les niveaux inédits observés ces derniers mois engendrent également une hausse du prix de l'électricité. En supposant une consommation inchangée par rapport à 2019, la facture énergétique moyenne des ménages aurait baissé de 190 EUR en 2020, mais s'alourdirait de 225 EUR en 2021 et de 415 EUR en 2022 (par rapport à 2019).

La reprise de l'activité industrielle a stimulé la consommation de gaz et d'électricité alors que les ventes de carburants sont restées en deçà de leur niveau de 2019. Après une chute de 21% sur un an en 2020, elles se stabiliseraient en 2021 suite à l'introduction de la taxe CO₂ et une mobilité toujours réduite sur la première moitié de l'année. La reprise tardive des ventes de carburants se traduirait par une stagnation des émissions de gaz à effet de serre (GES) en 2021 et une hausse des émissions d'environ 2% en 2022.

Graphique 6.1

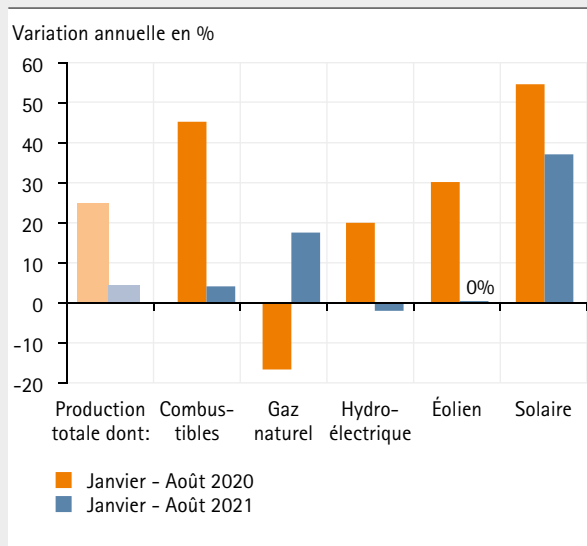
Hausse de l'emploi dans le secteur de l'énergie



Sources: IGSS, STATEC, données désaisonnalisées

Graphique 6.2

Ralentissement de la production totale d'électricité



Source: STATEC

6. Énergie et émissions

L'énergie au Luxembourg, un secteur en progression

Le secteur de l'énergie¹ a vu ses effectifs augmenter de manière quasi continue au cours des dernières années et compte actuellement environ 1 800 salariés. Depuis 2015 l'emploi y a augmenté de 24% (contre -0.2% et -7% pour l'industrie manufacturière et la sidérurgie) et il a bien résisté à la crise, alors que le recul de l'emploi industriel n'a pas encore été rattrapé (cf. graphique 6.1). La hausse de l'emploi du secteur de l'énergie provient surtout de la production et distribution d'électricité et de chaleur. Le fait que l'électricité et la chaleur – et non pas le gaz – soient les principaux moteurs de la croissance de l'emploi dans le secteur témoigne de la transition énergétique de l'économie luxembourgeoise. L'électrification et l'extension des infrastructures étant des tendances de long terme, cette progression devrait se poursuivre dans les années à venir.

Hausse moins prononcée de la production nationale d'électricité

Après une forte croissance en 2020 (+25%), la production totale d'électricité n'a augmenté que de 5% sur les 8 premiers mois de l'année 2021. Ce ralentissement s'explique par une baisse de la production hydroélectrique² (-2% sur un an, due à d'importants travaux de maintenance), une stagnation de la production éolienne (en raison de vitesses de vent faibles) et une hausse moins dynamique de la production d'électricité à partir de combustibles hors gaz naturel³ (+4% contre +45% en 2020).

Que la production électrique totale ait tout de même enregistré une hausse est attribuable à la poursuite de l'essor du photovoltaïque⁴ (+37% sur les 8 premiers mois après +55% en 2020), mais aussi à l'augmentation de la production par gaz naturel (+18% contre -16% en 2020). Alors que l'utilisation de gaz dans la production d'électricité a eu tendance à diminuer au cours des années précédentes, un recours accru (notamment au printemps 2021) s'est également observé au niveau européen et pourrait s'expliquer par des conditions météorologiques défavorables aux énergies renouvelables. La production à partir du gaz étant pilotable, elle permet de compenser des baisses de la production d'électricité renouvelable.

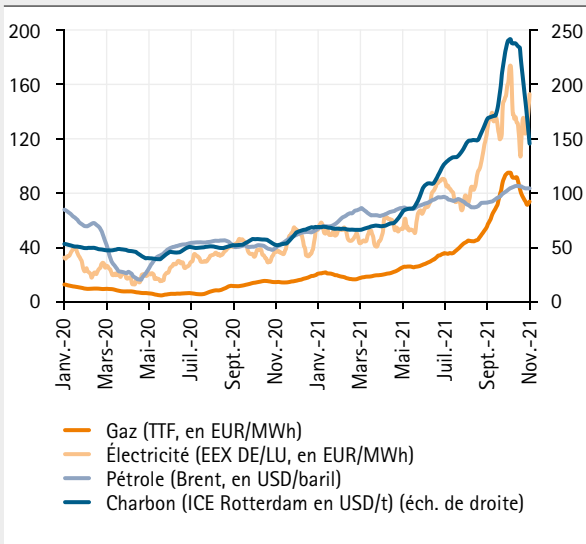
¹ Le secteur de l'énergie regroupe toutes les activités liées à la production ou à la distribution d'électricité, de gaz et de chaleur.

² La production hydroélectrique, y compris la centrale de pompage de Vianden, représente environ 50% de la production totale d'électricité.

³ Notons que l'essor de la production par biomasse observé en 2020 s'explique par une augmentation des capacités de production fin 2019.

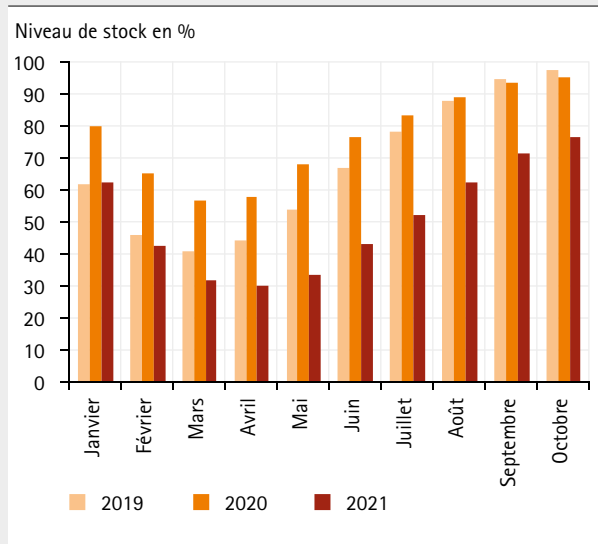
⁴ L'ensoleillement et la vitesse du vent ont été défavorables sur les 8 premiers mois de l'année 2021 (-9% et -15% respectivement). L'évolution de la production d'électricité issue de ces deux sources semble suggérer une hausse plus prononcée des capacités de production du photovoltaïque par rapport à celles de l'éolien en 2021. Les données en la matière ne sont pas encore disponibles.

Graphique 6.3
Les prix de l'énergie s'envolent



Source: Macrobond (moyennes mobiles sur 14 jours)

Graphiques 6.4
Les stocks européens de gaz demeurent faibles à l'approche de l'hiver



Source: Macrobond

Après la crise sanitaire, la crise de l'énergie?

Le repli historique de la consommation mondiale d'énergie au début de la crise sanitaire avait fait plonger les prix des énergies fossiles à leur plus bas niveau depuis des décennies. Depuis, ils ont rebondi avec la reprise économique mondiale exceptionnellement rapide et ont atteint des niveaux inédits (cf. graphique 6.3).

Le prix de gros du gaz naturel s'est envolé ces derniers mois et a agi comme facteur déclencheur de la montée des prix de nombreuses autres énergies (e.g. électricité ou charbon). La flambée des prix du gaz s'explique par une combinaison de différents facteurs, liés à la fois à l'offre et à la demande :

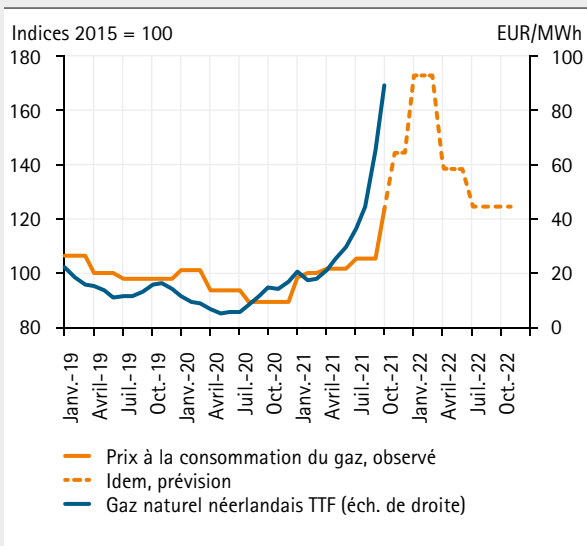
- La demande de gaz a rebondi rapidement avec la reprise économique mondiale. En particulier, la demande de gaz liquéfié de la Chine a fortement augmenté et provoqué des prix records.
- Un hiver européen 2020-2021 plus long et plus froid que d'habitude a soutenu la demande de gaz et retardé le remplissage des stocks; un retard qui n'a toujours pas été rattrapé (cf. graphique 6.4), ce qui a soulevé des craintes sur une éventuelle pénurie à la fin de l'hiver.
- La Russie, bien qu'ayant honoré ses contrats à long terme, n'a pas fourni d'approvisionnements supplémentaires⁵ pour reconstituer les stocks européens avant l'hiver, accentuant davantage la pression sur les prix.
- La pandémie a repoussé certains travaux de maintenance de 2020 à 2021, ce qui a pesé sur l'offre à un moment où la demande se redressait.

Le prix de référence européen⁶ a ainsi atteint des niveaux records début octobre, mais s'est légèrement replié depuis. L'évolution des prix du gaz sur les marchés au comptant ("spot") reste imprévisible et dépendra aussi de la rigueur de l'hiver à venir. Les prix du marché à terme ("futures") témoignent néanmoins d'une probable détente avant le printemps prochain, indiquant que la flambée des prix est en grande partie jugée transitoire par les acteurs.

⁵ Fin octobre, la Russie a toutefois annoncé une augmentation des livraisons de gaz vers l'Europe afin d'atténuer la pression sur les prix du gaz.

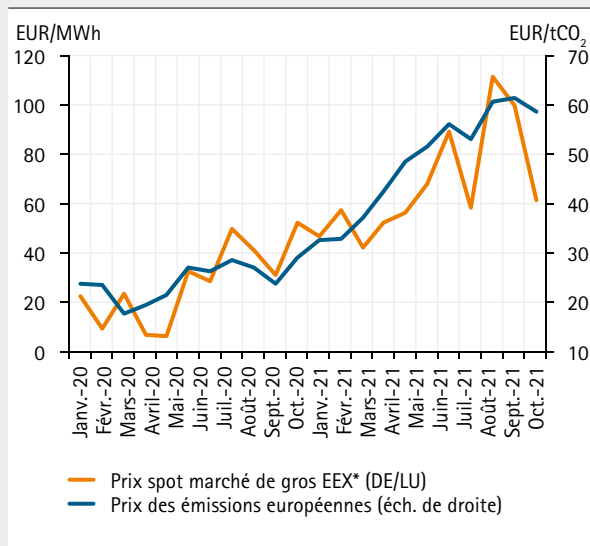
⁶ Le "Title Transfer Facility" (TTF) est un point d'échange virtuel aux Pays-Bas et représente le marché du gaz naturel le plus important de l'Europe.

Graphique 6.5
Les prix du gaz sous pression



Sources: Macrobond (moyenne mensuelle), STATEC (novembre 2021-2022, prévisions)

Graphique 6.6
Le prix des émissions met les prix de l'électricité sous tension



Source: Macrobond

* Note: L'European Energy Exchange (EEX) est le plus grand marché de l'énergie en Europe. Comme la majorité de l'électricité importée au Luxembourg provient de l'Allemagne, le prix du marché de gros allemand détermine l'évolution du prix luxembourgeois.

L'augmentation des prix de gros du gaz européen ne s'est répercutée sur les prix à la consommation luxembourgeoise qu'à partir d'octobre (+18% sur un mois), mais devrait se poursuivre sur les mois suivants (une hausse de taille comparable s'annonce pour novembre). Si le consommateur final doit s'attendre à de nouvelles augmentations, les hausses des prix à la consommation seront moins prononcées que la flambée du prix du marché au comptant⁷. Le STATEC table ainsi sur une hausse de 20% en janvier 2022, avant que les prix ne baissent après la fin de l'hiver (cf. graphique 6.3).

À l'instar des prix des énergies fossiles, les prix du marché au comptant de l'électricité sont passés de niveaux extrêmement faibles en 2020 à des niveaux très élevés en 2021. La hausse, continue mais encore limitée, sur le début de l'année était causée par le renchérissement des quotas d'émission (du SEQE-UE⁸) qui ont un impact direct sur les coûts de production de l'électricité produite à partir du gaz et du charbon. Comme dans l'UE près de 40% de l'électricité est encore produite à partir d'énergies fossiles⁹, cela implique nécessairement que les prix du CO₂ se répercutent sur les prix de l'électricité.

Depuis l'été, c'est davantage la flambée des prix de gros du gaz qui a fait exploser les prix de l'électricité au jour le jour. Le marché de l'électricité européen fonctionne selon un modèle de tarification marginale ("pay as you clear") dans lequel les prix de l'électricité du marché de gros reflètent les coûts de production de la dernière unité d'énergie achetée. Les différentes unités de production sont sollicitées sur le réseau en fonction des coûts variables (i.e. prix du combustible et droits de pollution) croissants jusqu'à ce que la demande soit satisfaite. Grâce à la flexibilité des turbines à gaz, ces dernières sont les mieux placées pour équilibrer le marché, expliquant pourquoi les prix du gaz en particulier se transmettent aux prix de l'électricité.

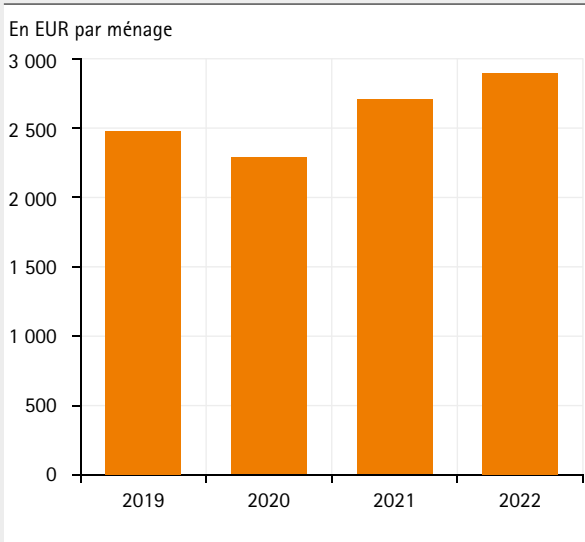
La hausse observée sur les marchés au comptant ne se traduit néanmoins pas dans la même mesure sur les prix à la consommation de l'électricité au Luxembourg. Les consommateurs peuvent effectivement souscrire des contrats à prix fixes pour une ou plusieurs années, tout comme les fournisseurs luxembourgeois s'approvisionnent à l'aide de contrats à plus long terme. De plus, comme le coût de l'énergie ne représente que 35% du prix final de l'électricité, l'augmentation du prix à la consommation sera mécaniquement plus faible. Le STATEC anticipe ainsi une hausse du prix final de l'électricité de 7.5% en janvier 2022, après une hausse de 10.3% en janvier 2020 et des prix restés stables depuis lors.

⁷ En effet, la composante "Énergie et fourniture" ne constitue que 57% du prix à la consommation du gaz. L'autre moitié consiste en des frais de réseaux et des taxes. De plus, le consommateur final ne subit pas nécessairement toutes les hausses des prix du marché au jour le jour, parce que les fournisseurs s'approvisionnent généralement via des contrats de plus long terme.

⁸ Les hausses du prix du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE, EU-ETS en anglais), s'expliquent par les réductions – effectives et anticipées – des quotas d'émission mis à disposition, suite au renforcement des objectifs climatiques de l'UE.

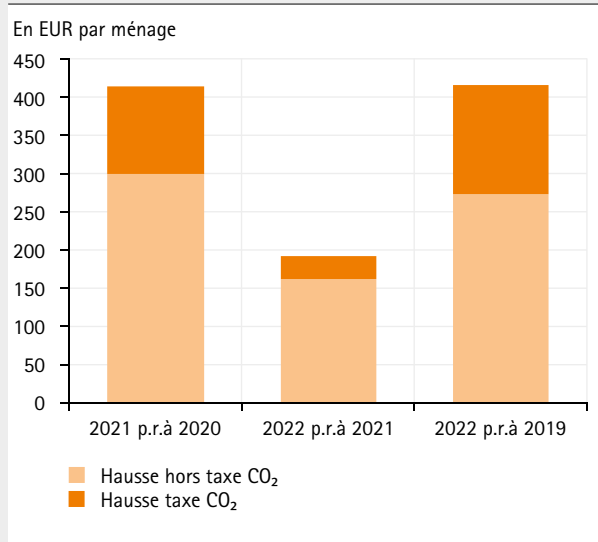
⁹ Agora Energiewende and Ember (2021): The European Power Sector in 2020: Up-to-Date Analysis on the Electricity Transition.

Graphique 6.7
Hausse de la facture énergétique moyenne des ménages



Sources: ILR, STATEC (2021-2022: prévisions)
Note: Calculs faits sous l'hypothèse d'une consommation constante des ménages.

Graphique 6.8
L'impact de la hausse des prix de l'énergie pour les ménages est plus élevé que celui de la taxe CO₂



Sources: ILR, STATEC (2021-2022: prévisions)
Note: Calculs faits sous l'hypothèse d'une consommation constante des ménages.

Les ménages voient leur facture énergétique augmenter

La hausse des prix de l'énergie a un impact direct sur la facture énergétique des ménages. Le STATEC a tenté de quantifier cet impact en appliquant les variations de prix des années 2020 à 2022 (cf. aussi chapitre 3) à la consommation d'énergie par ménage de l'année 2019¹⁰. En procédant ainsi, les résultats doivent être interprétés comme une limite supérieure¹¹.

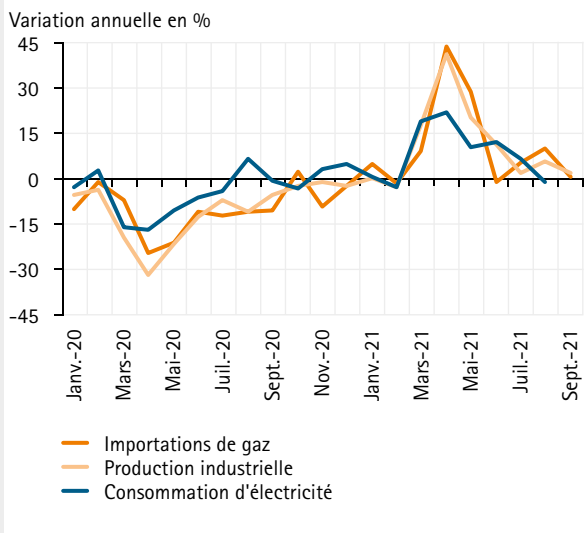
La dégringolade des prix des énergies fossiles en 2020 a tout d'abord diminué la facture énergétique moyenne des ménages d'environ 190 EUR: -135 EUR pour le chauffage par gaz et mazout, -120 EUR pour le carburant mais +65 EUR pour l'électricité. En 2021, la facture des ménages serait en revanche 415 EUR plus élevée qu'en 2020. Cette hausse est entièrement attribuable au renchérissement des produits fossiles, la facture de l'électricité étant restée stable sur l'année. En 2022, la facture énergétique continuerait à augmenter: +190 EUR par rapport à 2021, soit environ 415 EUR de plus qu'en 2019. La hausse de 2022 s'expliquerait essentiellement par la flambée des prix sur le marché du gaz qui se répercute progressivement (mais seulement partiellement) sur les prix à la consommation du gaz et de l'électricité (+135 EUR et +55 EUR sur les dépenses respectives). Les dépenses pour le mazout se stabiliseraient en revanche sous l'hypothèse que le cours du Brent atteindrait son pic fin 2021, alors qu'il faudrait attendre le printemps prochain pour voir baisser le prix du gaz.

Cette hausse des coûts énergétiques inclut également les dépenses liées à la taxe CO₂. Sur les 415 EUR de surcroît de dépenses en 2021 (par rapport à 2020), 115 EUR sont liés à la taxe CO₂, signifiant que 300 EUR relèvent de l'augmentation des prix de l'énergie brute (cf. graphique 6.8). En 2021, la taxe CO₂ a été compensée intégralement pour les ménages du 1^{er} et 2^e quintiles du niveau de vie par le relèvement du crédit d'impôt¹². Les hausses successives de l'allocation de vie chère (+10% en 2021 et 2022) constituent une aide ciblée aux ménages les plus modestes (quelque 20 000 ménages) pour supporter, entre autres, la hausse de la facture énergétique. L'indexation automatique des salaires semble également être tombée au bon moment (octobre 2021) et les hausses subséquentes des prix de l'énergie (hors taxes) impliquent aussi un avancement de la prochaine tranche indiciaire, désormais prévue pour la 2^e moitié de l'année 2022.

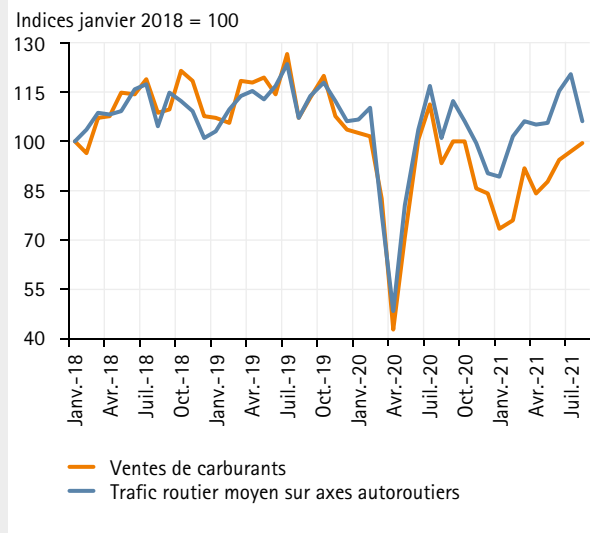
¹⁰ Les calculs sont basés sur la consommation d'énergie telle que renseignée par les tableaux NAMEA du STATEC et peuvent différer des montants recensés dans l'enquête budget des ménages.

¹¹ D'un côté parce que les consommateurs réduisent vraisemblablement leur consommation suite aux hausses de prix observées ces derniers mois, d'un autre côté parce qu'ils peuvent profiter des périodes où le prix du mazout a été faible pour remplir leurs réservoirs.

¹² Cf. Analyses 8-2020: Évaluation de l'impact de la taxe CO₂, STATEC, Novembre 2020. Pour 2022, le crédit d'impôt n'a en revanche pas été adapté à la hausse supplémentaire.

Graphique 6.9**L'activité industrielle, fidèle indicateur de la consommation d'énergie**

Source: STATEC

Graphique 6.10**Un rebond des ventes de carburants inférieur à celui du trafic routier**

Sources: Ministère de l'Énergie, Ponts et Chaussées, STATEC

L'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les entreprises est beaucoup plus difficile à quantifier, car les prix professionnels (et plus encore industriels) du gaz et de l'électricité ne sont pas connus et dépendent avant tout des stratégies d'approvisionnement des entreprises. Généralement, les entreprises à forte intensité énergétique réagissent en optimisant leurs programmes de production pour éviter les pics de prix.

L'activité industrielle détermine les fluctuations de l'électricité et du gaz

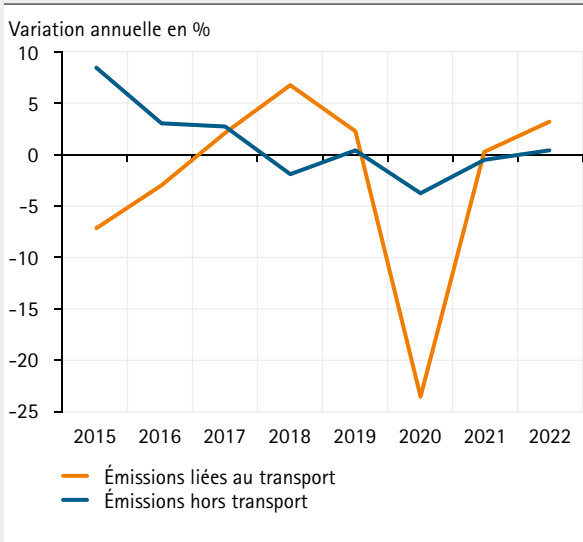
La consommation de l'industrie (y compris le secteur de l'énergie) représente environ 50% de la consommation totale de gaz et d'électricité¹³. Les autres usages étant moins volatils, on observe que les fluctuations de l'activité industrielle déterminent directement l'évolution des importations de gaz et (dans une moindre mesure) de la consommation d'électricité depuis le début de la crise sanitaire (cf. graphique 6.9). La hausse projetée de la production industrielle luxembourgeoise en 2021 et 2022 (de respectivement 9.2% et 1.5% sur un an selon les prévisions d'Oxford Economics) devrait ainsi se matérialiser par des hausses similaires de la consommation de ces deux produits. Le rebond de la consommation de gaz se traduirait en même temps en une hausse équivalente des émissions de GES y relatives.

La reprise du trafic routier ne se répercute que partiellement sur les ventes de carburants

Les ventes de carburants s'étaient redressées au cours de l'été 2020 avant de faiblir à nouveau sous l'effet d'un renforcement temporaire des restrictions sanitaires sur la fin de 2020. Elles sont restées à des niveaux faibles en début d'année 2021 mais ont rebondi au cours de la période estivale, sans toutefois revenir aux niveaux observés avant la pandémie. Après une chute de 21% en 2020, les ventes de carburants se stabiliseraient sur l'ensemble de 2021 (+0.3%). Le faible niveau des ventes de carburants – alors que le trafic routier a nettement rebondi (cf. graphique 6.8) – devrait s'expliquer notamment par la hausse des taux d'accises suite à l'introduction de la taxe CO₂ depuis le début de l'année. En effet, une baisse de la demande non résidente a freiné le redressement des ventes de diesel aux professionnels, pour lesquels le différentiel de prix à la pompe avec la Belgique n'est plus en faveur du Luxembourg.

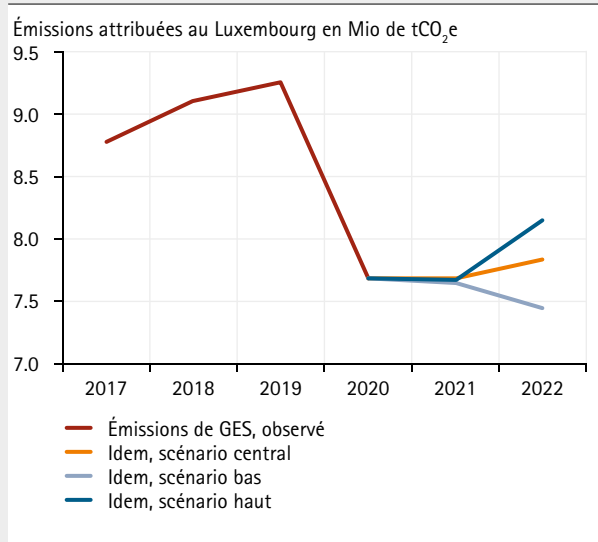
¹³ Étant très énergivore, la sidérurgie consomme à elle seule 30% de la consommation totale d'électricité et 20% de celle du gaz.

Graphique 6.11
Les émissions liées aux activités de transport sont volatiles...



Sources: Inventaire des émissions de GES, STATEC (2020-2022: prévisions du scénario central)

Graphique 6.12
...et dépendent de la reprise économique dans les pays partenaires



Sources: Inventaire des émissions de GES, STATEC (2020-2022: prévisions)

La hausse additionnelle de la taxe CO₂ pour 2022 (+1.2 centime sur le diesel) sera en revanche contrebalancée par une hausse annoncée des accises belges de 2 centimes sur le diesel professionnel. En l'absence d'un freinage supplémentaire via le différentiel de prix avec la Belgique, les ventes de carburants rebondiraient de 3.6% sur l'ensemble de l'année 2022. Cette hausse s'explique essentiellement par un effet de base (suite aux faibles ventes observées sur la première moitié de l'année 2021), mais également par l'hypothèse d'un moindre recours au télétravail.

Stagnation des émissions de GES en 2021, rebond attendu en 2022

Les deux tiers des émissions de gaz à effet de serre (GES) proviennent du secteur transport. La faiblesse relative des ventes de carburants amène le STATEC à réviser à la baisse les émissions de GES¹⁴. Le STATEC table désormais sur une stabilisation des émissions (-0.1%) en 2021 par rapport à l'année de crise 2020 (-0.5% dans le scénario bas et +0.1% dans le scénario haut), soit 0.5 Mio tCO₂e en dessous de la trajectoire de réduction linéaire des émissions qui vise -55% à l'horizon 2030. L'évolution en 2022 est ainsi tributaire de la reprise économique dans les pays partenaires, et donc de la disparition ou recrudescence de mesures sanitaires. Dans le scénario central, les émissions augmenteraient de 2.1% en 2022 (-2.6% dans le scénario bas et +6.1% dans le scénario haut) et dépasseraient ainsi légèrement la trajectoire linéaire de réduction des émissions. Le solde de la balance cumulée des émissions¹⁵ resterait néanmoins négatif dans tous les scénarios: il s'élèverait en 2022 à -0.4 Mio tCO₂e dans le scénario central, mais se limiterait à -0.1 Mio tCO₂e dans le scénario haut.

Hors transport, les émissions sont également orientées à la baisse. Ces émissions reflètent principalement la consommation de gaz et de mazout. Tandis que les livraisons de gaz ont connu un rebond sur les trois premiers trimestres de 2021 (+10% sur un an), celles du mazout ont diminué de 11%. Ces dernières baissent structurellement depuis 2017, même si cette évolution a été perturbée récemment: face à la dégringolade des prix en 2020, les stocks ont été bien remplis au printemps 2020¹⁶, ce qui a engendré une demande plus faible en 2021, qui devrait cependant se redresser marginalement en 2022.

¹⁴ Émissions de GES hors ETS.

¹⁵ Cumul des différences annuelles entre les émissions autorisées (pour atteindre les objectifs climatiques) et les émissions observées.

¹⁶ Cela probablement pour échapper à une éventuelle pénurie d'approvisionnement, pour profiter des prix extrêmement faibles en 2020 ou encore par anticipation à la taxe CO₂ introduite en janvier 2021.



Études thématiques

7

7.1

**Impact de la crise sanitaire sur la situation
financière des entreprises au Luxembourg**

7.2

**L'accord mondial de réforme de la fiscalité
et ses impacts potentiels pour le Luxembourg**

7.3

**Principaux éléments liés à la grande révision
des comptes nationaux annuels**

Impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises au Luxembourg

Cette étude vise à mieux cerner les impacts de la crise sanitaire sur la situation financière et les investissements des entreprises au Luxembourg. Différentes simulations ont été effectuées pour estimer le nombre d'entreprises en risque d'illiquidité et/ou d'insolvabilité et pour savoir dans quelle mesure les aides financières du gouvernement ont atténué le choc des restrictions sanitaires liées à la pandémie de COVID-19. La première partie de l'étude fait un point sur les évolutions observées des chiffres d'affaires, des crédits et des faillites par branche d'activité. Les simulations effectuées dans la 2^e partie se basent sur les données financières détaillées de la Centrale des bilans du STATEC.

Les restrictions sanitaires ont fortement impacté les chiffres d'affaires de la plupart des services non financiers en 2020

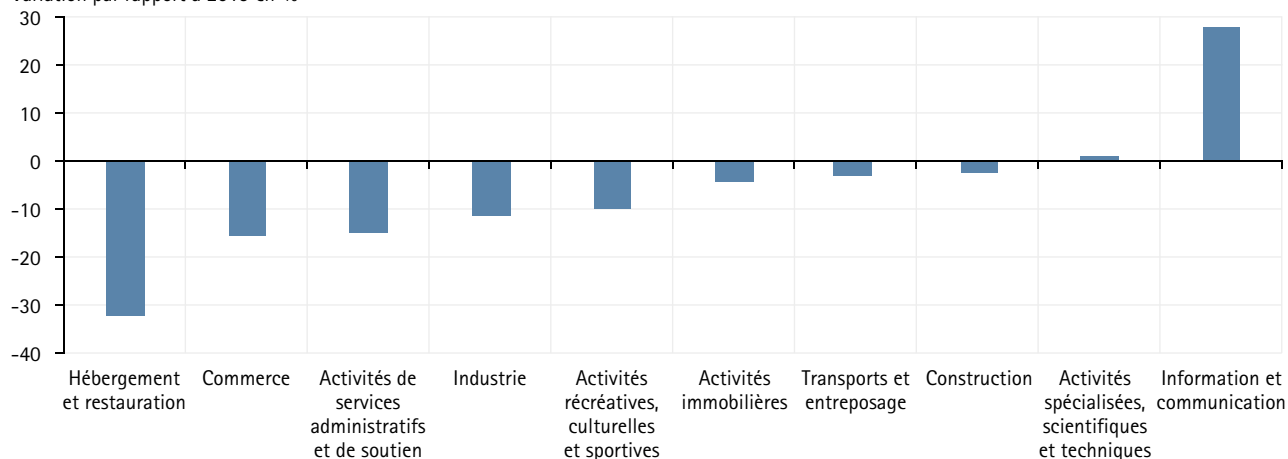
Les restrictions sanitaires mises en place au Luxembourg depuis mars 2020 pour contenir la montée des infections au COVID-19 ont fortement pesé sur certaines activités au Luxembourg. Les mesures sanitaires consistaient notamment à limiter les déplacements de personnes et à garantir la distanciation des individus, via l'arrêt temporaire de certaines activités comme l'Horeca, les activités culturelles, sportives et récréatives. Les activités de commerce ont été limitées aux besoins jugés essentiels (alimentation et santé). Par ailleurs, les chantiers de construction ont été mis à l'arrêt entre le 20 mars et le 20 avril 2020 et le trafic aérien passager au Findel suspendu du 23 mars au 29 mai.

Les entreprises de ces secteurs ont subi une chute brutale de leur chiffre d'affaires, ont dû réduire leurs charges et certaines ont dû emprunter pour faire face à leurs échéances, ce qui a fortement affecté leur situation financière. Sur l'ensemble de 2020, l'activité de l'Horeca a chuté d'un tiers, tandis que les chiffres d'affaires ont reculé de 16% dans le commerce, de 15% dans les activités de services administratifs et de soutien, de 10% dans les activités récréatives, culturelles et sportives. L'industrie a par ailleurs subi la mise à l'arrêt des sites de production chinois au début de 2020, ce qui avait entraîné des perturbations dans les chaînes de production mondiales (-10% de chiffre d'affaires sur un an). À l'inverse, les services d'information et de communication pourraient avoir en partie bénéficié du développement du télétravail et des achats en ligne (+28% de chiffre d'affaires).

Graphique A

Évolution des chiffres d'affaires des sociétés non financières en 2020

Variation par rapport à 2019 en %



Sources: Administration de l'enregistrement, STATEC (Statistiques de court terme)

Dans ce contexte, les investissements des sociétés privées non financières ont chuté de 20% entre 2019 et 2020¹, la plus forte baisse jamais enregistrée (en 2009, dans le contexte de la crise financière, l'investissement de ces sociétés avait reculé de 16%).

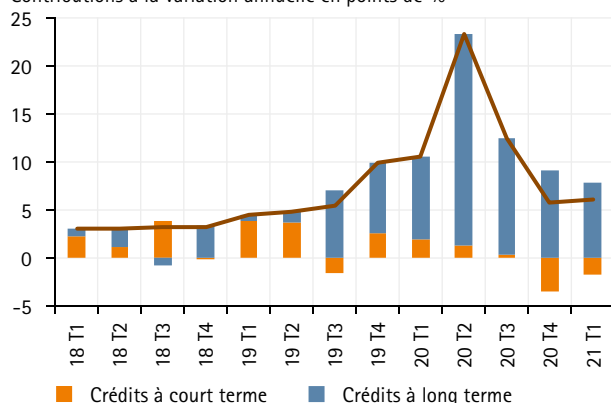
Pour continuer à pouvoir payer les salaires, les loyers et les autres charges d'exploitation, certaines entreprises ont dû s'endetter. Pour libérer les fonds nécessaires, les établissements de crédit ont alors exceptionnellement assoupli les conditions d'octroi de crédits. Le gouvernement et la Société Nationale de Crédit et d'Investissement (SNCI) ont garanti une partie des crédits bancaires et la SNCI a octroyé des prêts indirects. Les encours de crédits des sociétés non financières ont ainsi augmenté de 23% sur un an au 2^e trimestre 2020.

Selon les comptes annuels de 2020 déposés à la Centrale des bilans (couvrant près de la moitié des sociétés privées non financières), le ratio d'endettement (dettes/actifs) médian a particulièrement augmenté pour les entreprises de l'Horeca (+8 points de %) et les activités d'arts et spectacles (+7 points de %), mais il reste plutôt stable, voire il diminue, pour les autres branches. Les pertes de chiffre d'affaires subies par les entreprises de l'Horeca et des activités d'arts et spectacles ont aussi fortement détérioré les fonds propres de ces branches (respectivement -24% et -15% sur un an).

Graphique B

Forte hausse des encours de crédits des sociétés non financières en 2020

Contributions à la variation annuelle en points de %



Sources: STATEC, BCL (Comptes de secteurs)

Certaines activités encore sous pression en 2021

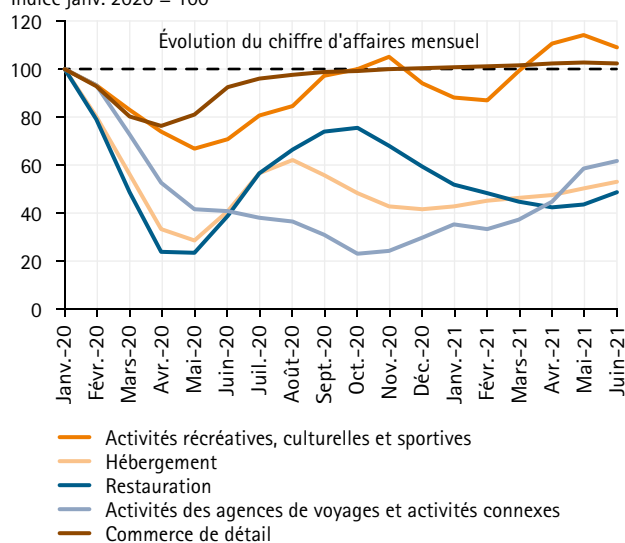
La dégradation de la situation sanitaire à l'hiver dernier et le durcissement des restrictions ont à nouveau pesé sur les services non financiers à la fin de 2020 et au début de l'année 2021. Les bars et restaurants ont à nouveau dû fermer leurs portes au public du 26 novembre 2020 au 6 avril 2021 (seule la vente à emporter était autorisée). Les établissements ont rouvert de manière progressive depuis avril, mais l'activité reste limitée par les jauges à respecter et le télétravail. Dans le domaine de l'hébergement, le nombre limité de déplacements internationaux pèse encore sur la fréquentation. Les activités de l'Horeca et des agences de voyages avaient, en juillet 2021, un chiffre d'affaires 45% inférieur à son niveau d'avant-crise.

La part des entreprises de services non financiers estimant que le COVID-19 pèse sur leur activité tend à diminuer progressivement mais reste encore élevée: 57% en octobre 2021, contre 70% en mars-avril 2021 alors qu'elle était supérieure à 90% un an auparavant. Par ailleurs, environ 40% des entreprises de la construction et 20% des entreprises de l'industrie signalaient que le coronavirus continuait à peser sur leur activité en octobre.

Graphique C

Certaines activités restent contraintes par la crise sanitaire en 2021

Indice janv. 2020 = 100



Source: STATEC (données désaisonnalisées, moyennes mobiles centrées sur 3 mois)

¹ Alors que l'investissement total, prenant en compte les investissements du secteur public et des sociétés financières, n'a lui diminué que de 2% à prix courants (-4.6% à prix constants).

Les mesures de soutien ont permis d'éviter une augmentation immédiate des faillites

Les entreprises directement ou indirectement impactées par les restrictions sanitaires bénéficient, d'un autre côté, d'un soutien public inédit: aides financières directes, subventions en capital sous forme d'avance remboursable pour couvrir les frais de fonctionnement, reports de paiement d'impôts et d'intérêts sur crédits et chômage partiel pris en charge par l'État. Les avances remboursables et les prêts garantis par l'État peuvent encore être demandés jusqu'au 31 décembre 2021.

En plus de ces mesures qui soutiennent la trésorerie et la situation financière générale de nombreuses entreprises, s'est ajoutée l'irrecevabilité des déclarations de faillites liées aux difficultés financières dues à la crise sanitaire². Le gouvernement a aussi décidé de suspendre le délai d'un mois pour faire l'aveu de faillite jusqu'au 31 décembre 2021 inclus. En temps normal, un commerçant ou une société est déclaré en faillite s'il a cessé ses paiements et n'arrive plus à se procurer de crédits auprès des banques, de ses fournisseurs ou de ses créanciers. Il doit alors faire un aveu de faillite auprès du tribunal dans le mois de la cessation des paiements³. L'entité déclarée en faillite peut néanmoins continuer d'exister⁴.

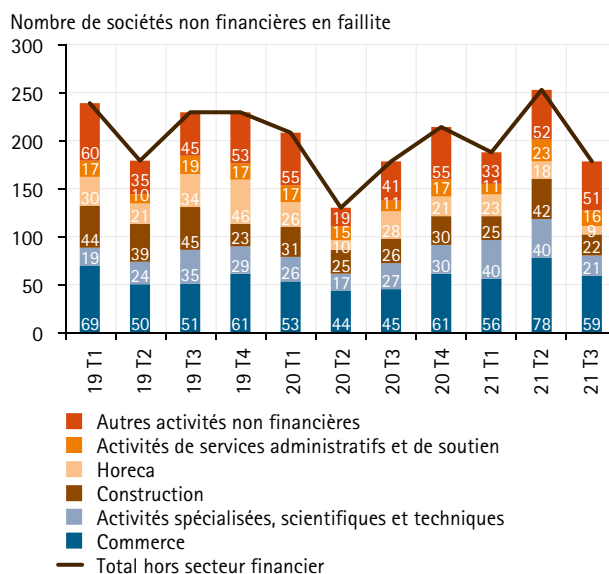
La plupart des pays de la zone euro ont suspendu les obligations de déclaration de faillite (liée à la crise sanitaire ou non) en 2020. Le nombre de sociétés non financières déclarées en faillite a ainsi diminué de 17% sur un an en 2020 au Luxembourg (-5% de faillites au total, en prenant en compte les sociétés financières, contre -25% en zone euro). Au 3^e trimestre 2021, 180 faillites de sociétés non financières ont été déclarées au Luxembourg, contre 200 en moyenne par trimestre avant la crise sanitaire (entre 2016 et 2019).

Les entreprises du commerce ont été les plus touchées, avec 190 faillites sur les 3 premiers trimestres de 2021 contre 170 sur la même période en 2019, ainsi que les activités spécialisées, scientifiques et techniques (100 faillites contre 80 en 2019) et les sociétés de la construction (90 faillites contre 128 en 2019). En revanche, 50 sociétés de l'Horeca ont été déclarées en faillite en 2021, contre 85 en 2019. Ce secteur, encore directement touché par les restrictions sanitaires, bénéficie d'un prolongement des aides financières du gouvernement. Les conséquences économiques de la pandémie seront donc retardées et il reste à voir quel sera l'impact de la fin des subventions.

Étant donné que les déclarations de faillites liées à la crise sanitaire ont été suspendues et que beaucoup d'entreprises ont reçu un afflux d'aides financières du gouvernement aussi longtemps qu'elles ont été contraintes dans leur activité par les restrictions sanitaires, il est difficile de connaître les impacts finaux de la crise sanitaire sur les entreprises actives. La prochaine partie de l'étude vise à évaluer dans quelle mesure les aides financières du gouvernement ont soutenu les entreprises pendant la crise et si certaines entreprises sont devenues insolvable malgré ces aides financières.

Graphique D

Les faillites restent pour l'instant contenues



Source: STATEC

² Une loi a été adoptée le 12 mai 2020 afin de déclarer irrecevables pendant la durée de l'état de crise, et les deux mois qui suivent la fin de l'état de crise, les demandes en faillite sur assignation à l'encontre des entreprises en difficultés économiques-financières liées à la pandémie du COVID-19 (uniquement pour les entreprises qui n'avaient pas de difficultés avant la crise sanitaire).

³ Une procédure de faillite est donc mise en œuvre sur aveu du débiteur car il a l'obligation légale de le faire, mais elle peut aussi l'être sur assignation en justice d'un ou de plusieurs créanciers (si l'entité n'a pas fait aveu de faillite alors qu'elle aurait dû), ou d'office par le tribunal. Cf. <https://guichet.public.lu/fr/entreprises/sauvegarde-cessation-activite/faillite/faillite-entreprise/effets-jugement-declar-faillite.html>

⁴ Suite au jugement déclaratif de faillite rendu par le tribunal, l'entité est dessaisie de la gestion de son patrimoine. Pour clôturer la faillite, le curateur convoque les créanciers à la reddition des comptes. Il dresse un projet de répartition des actifs et procède ensuite aux paiements des montants redus aux créanciers.

Impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises au Luxembourg

Nous analysons ici les impacts des restrictions sanitaires et des mesures de soutien du gouvernement sur les comptes de résultat et le bilan des entreprises, sur base des données de la Centrale des bilans du STATEC, afin d'identifier celles qui sont en risque d'illiquidité (trésorerie épuisée en l'absence d'endettement supplémentaire) ou d'insolvabilité (montant de dettes supérieur à celui des actifs). L'approche est similaire à celle utilisée par l'OCDE (2021)⁵ et la Direction générale du Trésor en France (2021)⁶.

Le modèle intègre des données observées sur l'année 2020 (évolution du chiffre d'affaires, indemnités reçues pour le chômage partiel et les congés pour raison familiale exceptionnelle) et repose sur les bilans, les comptes de résultat et le plan comptable normalisé déposés par les sociétés non financières en 2019, voire en 2020⁷. Les bilans des indépendants n'étant pas disponibles, ils n'ont pas pu être pris en compte dans cette étude.

On estime l'impact de la crise sanitaire sur le résultat de chaque entreprise via le choc observé sur son chiffre d'affaires en 2020 (s) qui impacte directement les revenus et les impôts, et se répercute indirectement et partiellement sur les frais de personnel (avec un facteur d'ajustement w , de 0.4 en moyenne, qui varie de 0.2 à 0.8 selon le secteur d'activité) et sur les frais d'exploitation (avec un facteur d'ajustement c moyen de 0.5)⁸.

$$\begin{aligned} \text{Résultat}_{2020} = & (1 + s) * \text{revenus}_{2019} - (1 + c * s) \\ & * \text{frais exploitation}_{2019} - (1 + w * s) \\ & * \text{frais de personnel}_{2019} - (1 + s) \\ & * \text{impôts}_{2019} + \text{aides}_{2020} \end{aligned}$$

Les principales aides financières du gouvernement sont directement ajoutées au résultat, dans la mesure où elles réduisent les frais de personnel ou compensent une perte de revenus.

On prend en compte ici les deux aides directes non remboursables de 5 000 EUR aux microentreprises de moins de 10 employés, l'aide de 12 500 EUR aux entreprises occupant entre 10 et 20 salariés, le fonds de relance et de solidarité, l'aide de redémarrage pour le commerce de détail, le chômage partiel, le congé pour raisons familiales et les avances remboursables⁹. Les prêts garantis par l'État n'ont pas été pris en compte car ils ont été relativement peu demandés (seulement 355 prêts octroyés sur 443 demandes en 2020, la grande majorité étant pour des PME).

Afin d'estimer les effets des aides financières du gouvernement, deux scénarios sont effectués et comparés:

- Scénario de crise sanitaire sans les aides financières du gouvernement où le résultat est estimé sans aides (les montants d'aides et d'avances remboursables sont nuls);
- Scénario de crise sanitaire avec les aides financières du gouvernement: on prend alors en compte les revenus, frais et impôts observés en 2020 s'ils sont disponibles dans la Centrale des bilans¹⁰. On estime sinon le résultat comme dans le 1^{er} scénario en y ajoutant les indemnités effectivement reçues par chaque entreprise pour le chômage partiel et le congé pour raisons familiales, ainsi que les estimations des avances remboursables et des aides directes financières reçues en fonction de la situation de chaque entreprise (nombre d'employés, branche d'activité et évolution du chiffre d'affaires mensuel en 2020).

Le choc sur le résultat impacte directement les fonds propres de l'entreprise et conduit à un ajustement des actifs qui impacte le ratio d'endettement:

- $\text{Fonds propres}_{2020} = \text{Fonds propres}_{2019} + \Delta \text{Résultat}_{2020}$
- $\text{Actifs}_{2020} = \text{Actifs}_{2019} + \Delta \text{Fonds propres}_{2020}$
- $\frac{\text{Dettes}_{2020}}{\text{Actifs}_{2020}} = \frac{(\text{Dette}_{2019} + \text{Avances remboursables}_{2020})}{\text{Actifs}_{2020}}$
- $\text{Trésorerie}_{2020} = \text{Trésorerie}_{2019} + \Delta \text{Résultat}_{2020}$

⁵ OECD (2021), "Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: Assessment of risks and policy responses", OECD Working Papers No. 1651.

⁶ Bauer et al. - Direction générale du Trésor (2021), "L'impact de la pandémie de COVID-19 sur les entreprises françaises", Trésor-Éco N° 282.

⁷ Au début d'octobre 2021, la Centrale des bilans avait reçu les comptes annuels (complets ou partiels) de 2020 pour près de 60% des sociétés non financières (elles comptent pour 85% du chiffre d'affaires total des sociétés non financières en 2020).

⁸ Définition des variables dans l'Annexe 1.

⁹ Cf. Étude 7.1 de la Note de Conjoncture 1-2021 pour avoir plus d'informations sur les aides octroyées.

¹⁰ Ces variables des comptes annuels de 2020 sont disponibles pour un tiers des sociétés privées non financières (30% des petites entreprises et la moitié des moyennes et grandes entreprises).

Encadré A

La Centrale des bilans au service de l'analyse conjoncturelle

La Centrale des bilans (CdB) a été créée suite au développement et à l'entrée en vigueur d'un plan comptable normalisé propre au Luxembourg en 2009. Elle centralise les informations des comptes annuels des sociétés commerciales, des commerçants (personnes physiques ayant un chiffre d'affaires annuel supérieur à 100 000 EUR), des succursales luxembourgeoises de sociétés étrangères et des groupements d'intérêt économique. Il n'y a pas d'obligation légale de dépôt pour les sociétés financières – qui sont soumises au contrôle prudentiel de la Commission de surveillance du secteur financier – ni pour les établissements publics, les professions libérales et les associations sans but lucratif¹¹.

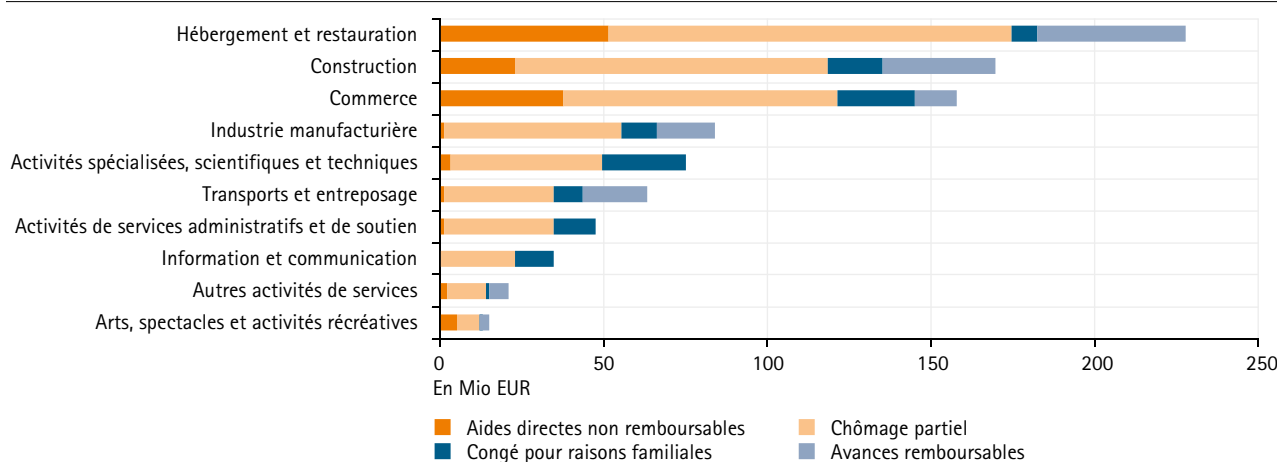
La CdB couvre 66% des 37 000 entreprises de la démographie totale (2016). La collecte des données relatives à un exercice comptable se concentre sur les deux années suivant la clôture. La très grande majorité des déposants sont des petites entreprises (96%), tandis que les moyennes et les grandes entreprises représentent moins de 3% et 1% respectivement du nombre total de dépôts.

Lorsqu'elles sont dans l'obligation de dépôt de comptes annuels, les petites entreprises doivent déposer au moins un bilan et un compte profits et pertes (P&P) abrégés (où seuls les principaux postes sont renseignés, les sous-rubriques n'étant pas demandées), les moyennes entreprises au moins un bilan complet et un compte P&P abrégé, les grandes entreprises un bilan et un compte P&P complets.

La CdB est utilisée au STATEC comme source administrative complémentaire aux enquêtes pour l'établissement des statistiques structurelles sur les entreprises, les comptes nationaux, la balance de paiements et l'étude des grandes entreprises. La CdB peut aussi être exploitée à des fins d'analyse conjoncturelle, comme nous l'avons fait pour cette étude. Les informations très détaillées sur les résultats et les bilans qu'elle contient permettent de mieux cerner les impacts de la crise sanitaire et de simuler les effets des mesures de soutien du gouvernement. Ces données pourraient également être utilisées pour anticiper/évaluer les impacts de diverses mesures de politique économique et/ou fiscale.

Graphique E

Estimation des mesures de soutien du gouvernement en 2020

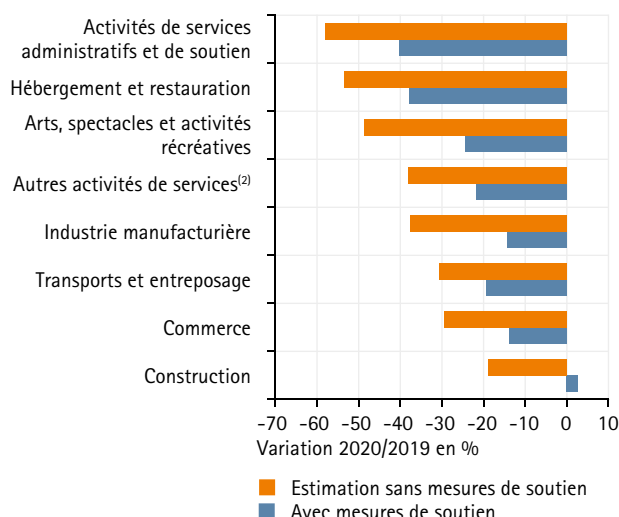


Note: Le chômage partiel et le congé pour raisons familiales se basent sur les indemnités effectivement reçues par chaque entreprise selon l'IGSS alors que les avances remboursables et les aides directes non financières ont été allouées (estimées) en fonction de la situation de chaque entreprise. Les aides directes non remboursables comprennent les deux aides de 5 000 EUR aux microentreprises (< 10 employés), l'aide de 12 500 EUR aux entreprises occupant entre 10 et 20 salariés, le fonds de relance et de solidarité et l'aide de redémarrage pour le commerce de détail. Les mesures de soutien aux indépendants ne sont pas prises en compte ici.
Sources: IGSS, estimations STATEC

¹¹ Cf. STATEC (2020), Analyses 4-2020: La centrale des bilans - un état des lieux décennal.

Graphique F**Le choc sur le résultat a été atténué par les mesures de soutien public**

Évolution du résultat médian des entreprises ayant obtenu au moins une aide en 2020⁽¹⁾



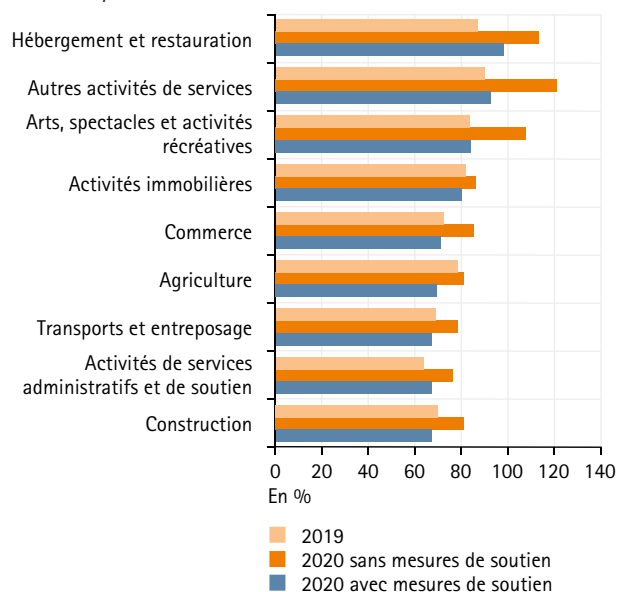
⁽¹⁾ Entreprises ayant reçu des indemnités pour le chômage partiel ou ayant reçu une autre mesure de soutien financier liée à la crise COVID-19 selon nos estimations.

⁽²⁾ Activités des organisations associatives, réparation de biens, coiffure et soins de beauté, entretien corporel, blanchisserie.

Source: Estimations STATEC

Graphique G**Les mesures de soutien ont permis de contenir la hausse de l'endettement en 2020**

Ratio dette/actifs médian



Source: Estimations STATEC

Le choc sur le résultat est aussi imputé sur la trésorerie. Lorsque la trésorerie de l'entreprise est épuisée, l'entreprise est considérée comme illiquide. Lorsque la dette dépasse la valeur de l'actif (ratio dettes/actifs supérieur à 1), l'entreprise est dite insolvable.

Les simulations suggèrent que le choc de la crise sanitaire sur le résultat des entreprises a été en partie compensé par les aides financières du gouvernement. Sur base des indemnités reçues pour le chômage partiel et suivant nos estimations d'aides octroyées, 95% des entreprises de l'Horeca, de la construction mais aussi des arts, spectacles et activités récréatives ont pu bénéficier d'au moins une aide financière (indemnités pour le chômage partiel ou autre) en lien avec la crise sanitaire en 2020. Plus de la moitié des entreprises du commerce, de l'industrie, la moitié des entreprises de transport, un tiers des services administratifs et de soutien et près de 70% des autres activités de services (salons de coiffure et soins de beauté, salles de sport, blanchisseries, réparation de biens, activités des organisations associatives) auraient également reçu au moins une aide financière du gouvernement en 2020¹².

L'effet du soutien public a été particulièrement fort dans les branches d'activité les plus affectées par les restrictions sanitaires, certaines mesures les ayant directement ciblées. Le choc de la crise sanitaire sur le résultat médian a ainsi été deux fois plus faible pour les sociétés d'arts, spectacles et activités récréatives, de commerce, de l'industrie manufacturière et des autres services ayant reçu au moins une aide financière du gouvernement. Les aides financières ont par ailleurs compensé un tiers des pertes sur le résultat médian des entreprises de l'Horeca ayant reçu au moins une aide financière, mais aussi sur celui des sociétés actives dans le transport ou dans les services administratifs et de soutien.

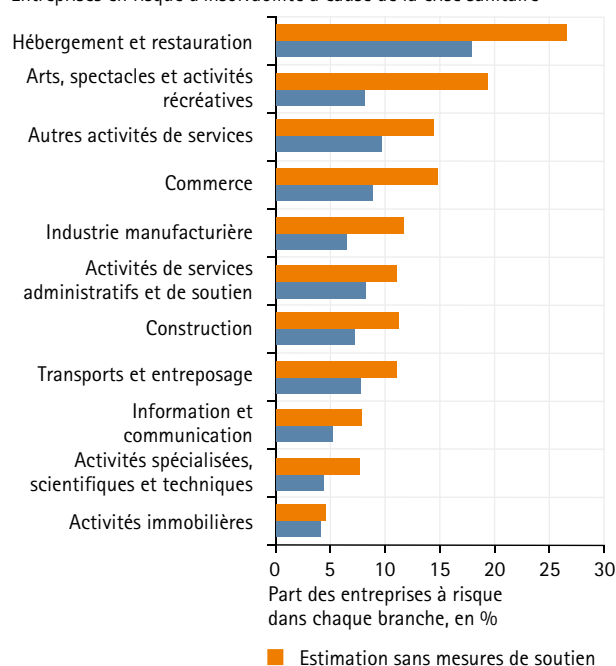
Les aides financières du gouvernement ont ainsi limité les pertes de trésorerie et l'accumulation de dettes pour les entreprises. Sans ces mesures, on estime que le ratio d'endettement médian des entreprises les plus touchées par les restrictions sanitaires (Horeca, arts, spectacles et activités récréatives et autres activités de services) aurait dépassé le seuil de 100% (cf. graphique G).

¹² On estime que près de 16 000 sociétés privées non financières ont pu bénéficier d'un moins une aide financière de l'État, que ce soit des indemnités de chômage partiel ou une autre aide financière en 2020. Les avances remboursables ont été estimées à 138 Mio EUR au total (pour 1 570 entreprises non financières hors indépendants) contre 150 Mio EUR réellement octroyés en 2020 (à près de 1 950 entreprises et indépendants), les aides financières directes non remboursables ont été estimées à 127 Mia EUR contre 138 Mia EUR réellement octroyés.

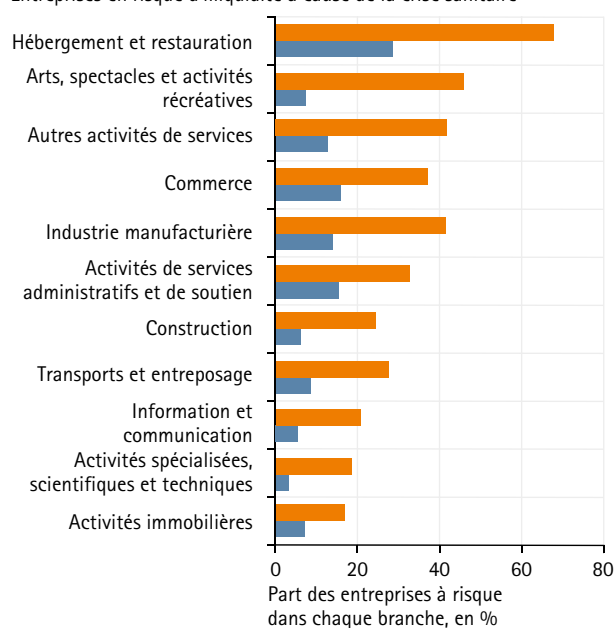
Graphiques H

Entreprises devenues vulnérables financièrement à cause de la crise sanitaire

Entreprises en risque d'insolvabilité à cause de la crise sanitaire



Entreprises en risque d'illiquidité à cause de la crise sanitaire



■ Estimation sans mesures de soutien ■ Avec mesures de soutien

Source: Estimations STATEC

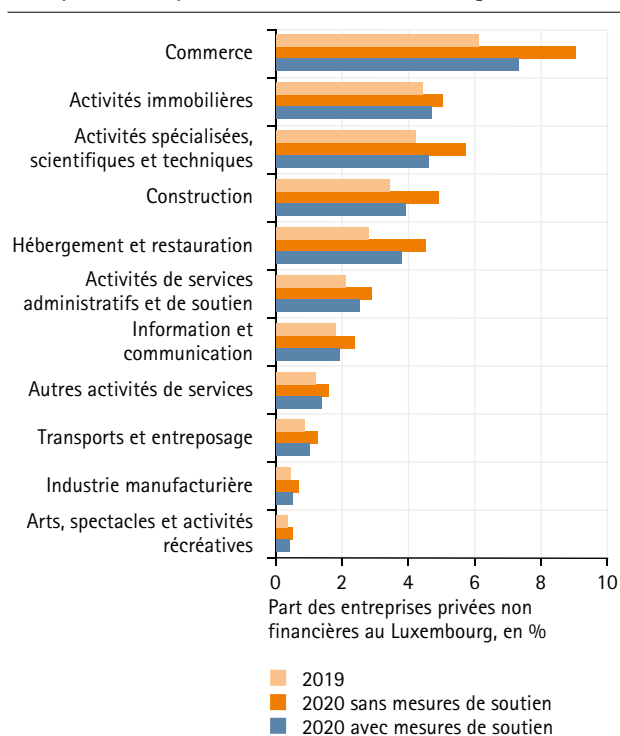
Cela signifie que le montant de toutes les dettes accumulées aurait dépassé le montant des actifs et que les entreprises dans cette situation se seraient retrouvées en position d'insolvabilité.

L'insolvabilité n'est toutefois pas un synonyme de défaillance: si cela en augmente le risque, une entreprise insolvable ne fait pas mécaniquement faillite. Pour être mise en faillite, une entreprise doit obligatoirement être en cessation de paiements, c'est-à-dire être dans l'impossibilité de payer ses dettes et d'obtenir de l'argent frais pour les payer, et que ses créanciers refusent d'accorder un délai de paiement supplémentaire. Un montant de dettes élevé ou une mauvaise situation financière occasionnelle ne sont pas des motifs suffisants pour déclarer une entreprise en faillite. Les entreprises ayant fait faillite entre 2018 et 2020 avaient un ratio d'endettement médian de 104% (contre 70% pour celles n'ayant pas fait faillite).

Avec les restrictions sanitaires, 70% des sociétés de l'Horeca auraient pu se retrouver en situation d'illiquidité (en manque de trésorerie) en 2020. La moitié des entreprises d'arts, spectacles, activités récréatives et des autres activités de services et un tiers des sociétés commerciales et des services administratifs et de soutien étaient aussi en risque d'illiquidité. Sans les aides financières du gouvernement, la crise aurait également entraîné une forte hausse du nombre d'entreprises insolubles dans ces secteurs. Plus de 90% des entreprises à risque sont des petites entreprises.

Les aides du gouvernement ont toutefois atténué le choc et permis à deux tiers des entreprises à risque (selon les estimations sans mesures de soutien) d'éviter une situation d'illiquidité et à un tiers des entreprises en risque d'insolvabilité de rester solvables.

Graphique I
Entreprises en risque d'insolvabilité au Luxembourg



Source: Estimations STATEC

Au final, les résultats des simulations montrent l'efficacité du soutien public pour réduire l'impact de la crise: sans ce soutien, la part totale d'entreprises en situation d'insolvabilité au Luxembourg aurait augmenté de 11 points de % entre 2019 et 2020 (de 28% des sociétés non financières en 2019 à 39% en 2020), alors qu'elle a finalement augmenté de 4 points de % avec les mesures de soutien (à 32%). Les sociétés du commerce restent les plus à risque (6.1% des sociétés non financières en 2019, contre 7.3% en 2020 avec les mesures de soutien), suivies des activités immobilières (4.7% en 2020), des activités spécialisées, scientifiques et techniques (4.6%), de la construction (3.9%) et de l'Horeca (3.8%). Cette faible hausse des entreprises en risque d'insolvabilité laisse penser que les faillites augmenteraient peu une fois les mesures de soutien et de suspension des déclarations de faillites terminées.

La hausse contenue de l'endettement permet à l'investissement de rebondir en 2021

Les impacts financiers de la crise sanitaire auraient pu fortement peser sur les investissements des entreprises en phase de reprise en 2021. Lorsqu'une entreprise a une dette élevée, elle a généralement plus de mal à financer de nouveaux investissements: les banques, les autres sociétés financières et/ou les investisseurs pourraient refuser de leur octroyer des fonds ou appliquer une prime de risque plus élevée sur les intérêts à rembourser.

Une analyse économétrique en panel basée sur les travaux de l'OCDE (2021) et de Bauer et al. (2021) permet d'évaluer comment réagit le ratio d'investissement des entreprises¹³ en fonction du ratio d'endettement de l'année précédente ($Ratio\ dette/actifs_{it-1}$), de la variation du chiffre d'affaires ($\Delta Chida_{it}$) et des flux de trésorerie (ratio entre l'excédent brut d'exploitation et les actifs corporels). Pour diminuer les problèmes d'endogénéité résultant de la relation entre l'investissement et l'endettement, on estime un modèle à effets fixes: les effets fixes de l'entreprise (μ_i) absorbent l'hétérogénéité non observée des entreprises qui influence simultanément les deux variables. Les estimations sont réalisées pour chaque branche d'activité par la méthode des moments généralisés (résultats des estimations en annexe):

$$\begin{aligned}
 &Ratio\ investissement_{it} \\
 &= \beta_1 Ratio\ investissement_{it-1} + \beta_2 \Delta Chida_{it} + \beta_3 \Delta Chida_{it-1} \\
 &+ \beta_4 Ratio\ flux\ trésorerie_{it-1} + \beta_5 Ratio\ dette/actifs_{it-1} \\
 &+ \delta (Actifs\ corporels_{it-2} - Chida_{it-2}) + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Les estimations suggèrent que la croissance du chiffre d'affaires et des flux de trésorerie sont des déterminants positifs et significatifs de l'investissement, alors que le ratio d'endettement a un impact négatif sur l'investissement d'une entreprise¹⁴. Dans les secteurs de la construction et de l'industrie manufacturière par exemple, une hausse de 1 point de % du ratio d'endettement diminuerait le ratio d'investissement de 0.2 point de % l'année suivante (toutes choses égales par ailleurs).

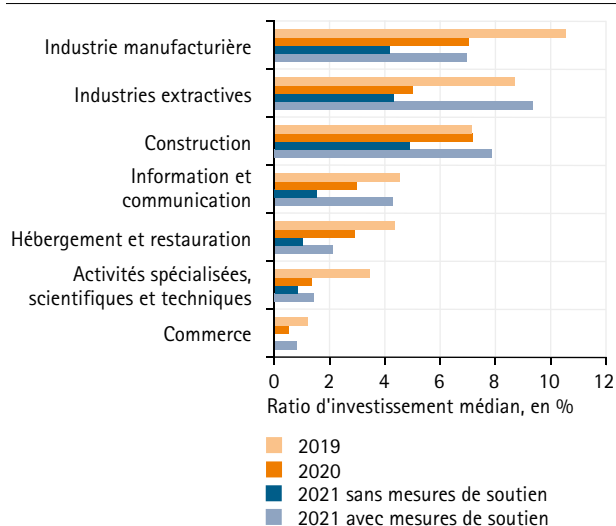
¹³ Le ratio d'investissement est mesuré comme le taux de croissance des immobilisations corporelles et incorporelles corrigé des dotations nettes aux amortissements.

¹⁴ Les coefficients estimés sont du même signe et ordre de grandeur que ceux de l'OCDE (2021) et de Bauer et al. (2021).

La combinaison des résultats de ces estimations et de celles présentées dans la partie précédente permet d'évaluer l'effet du surcroît de dette lié à la crise sanitaire sur l'investissement futur des entreprises. En supposant que le chiffre d'affaires des entreprises revienne à son niveau d'avant crise en 2021¹⁵, l'endettement généré par la crise sanitaire réduirait le ratio d'investissement médian de 3.6 points de % en 2021 par rapport à 2019 dans l'industrie manufacturière (cette baisse aurait été de 6 points de % en l'absence des mesures de soutien public pendant la crise), de 2 points de % dans l'Horeca (contre -3 points de % sans mesures de soutien) et de 0.4 point de % dans le commerce (contre -1 point de % sans mesures de soutien). Le ratio d'investissement médian des entreprises de la construction et des industries extractives serait en revanche plus élevé en 2021 qu'en 2019 (cf. graphique J). L'investissement a par ailleurs été soutenu par d'autres aides ciblées qui n'ont pas été prises en compte ici¹⁶. Selon les premières estimations des Comptes nationaux, l'investissement total des sociétés non financières a finalement augmenté de 32% sur un an au 1^{er} semestre 2021 (+1% par rapport au 1^{er} semestre 2019).

Graphique J

Impacts de la hausse de l'endettement sur l'investissement des entreprises



Source: Estimations STATEC

Conclusions

Les simulations effectuées dans cette étude montrent dans quelle mesure les aides financières du gouvernement ont limité les pertes sur le résultat et sur la trésorerie des entreprises en 2020, contenu la hausse de l'endettement et soutenu l'investissement en 2021. Elles auraient permis à deux tiers des entreprises à risque d'éviter une situation d'illiquidité et à un tiers des entreprises à risque de rester solvables. Au final, la part de sociétés non financières en risque d'insolvabilité aurait augmenté de 4 points de % en 2020, ce qui laisse présager une hausse modérée des faillites une fois que toutes les mesures de soutien et les assouplissements temporaires sur les obligations de déclaration des faillites seront terminés.

Les impacts de la crise sanitaire sur la situation financière des indépendants, qui ont pu être particulièrement forts, n'ont toutefois pas pu être évalués ni estimés dans cette étude étant donné que leurs bilans ne sont pour la plupart pas disponibles.

Les données financières des entreprises issues de la Centrale des bilans qui ont été utilisées pour faire cette étude pourront néanmoins être exploitées ultérieurement dans d'autres analyses conjoncturelles et études d'impact de nouvelles mesures de politique économique et fiscale concernant les entreprises.

¹⁵ Les chiffres d'affaires par branche d'activité observés sur le premier semestre de 2021 sont toutefois supérieurs à leur niveau d'avant-crise pour la plupart des branches, excepté dans l'Horeca et dans les services liés aux voyages. Les estimations sur les ratios d'investissement en 2021 sont donc plutôt sous-évaluées.

¹⁶ Le programme Neistart Lëtzebuerg du 20 mai 2020 comprend des aides pour stimuler les investissements dans l'ère du COVID-19. Elles visent à inciter les entreprises à réaliser des projets de développement économique, de digitalisation ou de protection de l'environnement grâce à des niveaux de subvention élevés (jusqu'à 50% des coûts éligibles).

Annexe 1**Description des variables**

Revenus	Chiffre d'affaires, variation des stocks, production immobilisée et autres produits d'exploitation
Frais de personnel	Rémunérations versées au personnel, primes, gratifications et autres charges sociales
Frais d'exploitation	Consommation de marchandises et de matières premières, frais généraux hors frais de personnel (loyers, assurances, entretien, matériel de bureau, dépenses de publicité...)
Impôts	Impôts sur le résultat, impôt sur la fortune, taxe d'abonnement, impôts étrangers
Excédent brut d'exploitation	Chiffre d'affaires - frais de personnel - frais d'exploitation - impôts et taxes
Fonds propres	Capitaux propres, primes, réserves, report créditeur, subvention d'investissement et résultat net de dividendes, ajusté des frais d'établissement et du capital souscrit non versé
Trésorerie	Avoirs en banques, avoirs en compte de chèques et en caisse
Dettes	Emprunts obligataires, crédits bancaires, acomptes reçus sur commandes, dettes sur achats et prestations de services, dettes envers des entreprises liées, dettes fiscales
Ratio d'endettement	Dettes/actifs
Ratio d'investissement	Taux de croissance des immobilisations corporelles et incorporelles, corrigé des dotations nettes aux amortissements
Ratio de couverture des intérêts (ICR)	Résultat d'exploitation avant déduction des charges, des produits d'intérêt et des impôts/intérêts débiteurs

Annexe 2**Estimation de modèles en panel sur le ratio d'investissement**

Les estimations sont basées sur données détaillées par entreprise de la Centrale des bilans au STATEC. Le panel comprend 12 852 sociétés privées non financières qui ont au moins un employé, 2 années d'activité et n'ont pas de valeur manquante pour les variables du modèle, sur une période de 8 ans (2012 à 2019). Le panel est non cylindré, certaines entreprises n'étant pas actives sur la période entière.

Tableau 1**Variables du modèle**

	Minimum	Q1	Médiane	Q3	Maximum
Ratio d'investissement	-0.90	0.00	0.10	0.47	4.99
Ratio dettes/actifs	0.00	0.35	0.61	0.86	2.98
Ratio flux de trésorerie/100	0.00	0.10	0.35	1.20	19.87
Chiffre d'affaires	0.00	349 843	887 150	2 618 623	32 185 076 598
Chiffre d'affaires - variation annuelle	-1.00	-0.06	0.04	0.18	2.00

Source: Centrale des bilans (statistiques descriptives pour les sociétés non financières ayant au moins 1 employé)

Tableau 2
Résultats des estimations en panel (GMM) par branche d'activité

	Ratio d'investissement (i,t-1)	Δ Chiffre d'affaires (i,t)	Δ Chiffre d'affaires (i,t-1)	Flux de trésorerie (i,t-1)	Ratio de dettes (i,t-1)	Terme à correction d'erreur
Industrie manufacturière	-0.088 **	0.376 ***	0.131 *	0.080 ***	-0.237 **	-0.163 ***
Construction	-0.101 ***	0.309 ***	0.247 ***	0.159 ***	-0.210 ***	-0.252 ***
Commerce	-0.113 ***	0.388 ***	0.227 ***	0.109 ***	-0.208 ***	-0.209 ***
Transports et entreposage	-0.045	0.592 ***	0.047	0.176 ***	0.079	-0.204 ***
Hébergement et restauration	-0.078 ***	0.461 ***	0.048	0.172 ***	-0.070	-0.185 ***
Information et communication	0.000	0.365 ***	0.309 ***	0.081 ***	-0.162 *	-0.144 ***
Activités immobilières	-0.022	0.072 *	0.019	0.085 ***	-0.018	-0.059 *
Activités spécialisées, scientifiques, techniques	-0.065 ***	0.305 ***	0.112 **	0.119 ***	-0.050	-0.143 ***
Autres activités de services	-0.127 ***	0.744 *	0.014	0.080 **	-0.038	-0.123 ***

*** Significatif au seuil de 1%; ** significatif au seuil de 5%; * significatif au seuil de 10%.

Source: Estimations STATEC

Tableau 3
Modèles estimés pour toutes les entreprises

	Modèle (1)	Modèle (2)
Méthode	Effets fixes	GMM
C	0.3087 ***	
Ratio d'investissement (i,t-1)		-0.0725 ***
Ratio dette/actifs (i,t-1)	-0.098 ***	-0.1157 ***
Ratio de couverture des intérêts (i,t-1)	0.0055 ***	0.0062 ***
Flux de trésorerie (i,t-1)	0.1281 ***	0.1240 ***
Δ Chiffre d'affaires (i,t)	0.1044 ***	0.3106 ***
Δ Chiffre d'affaires (i,t-1)		0.1783 ***
Actifs corporels (i,t-2) - Chiffre d'affaires (i,t-2)		-0.1898 ***
Effets fixes	Individuels et temporels	Individuels et temporels
R ²	0.366	
Sargan test prob		0.284

Source: Estimations STATEC

Références

Bauer A., Roulleau G., Hadjibeyli B. - Direction générale du Trésor (2021): L'impact de la pandémie de COVID-19 sur les entreprises françaises, Trésor-Éco N° 282.

Conseil d'État (2020): Proposition de loi ayant pour objet de déclarer irrecevable pendant la durée de l'état de crise et les deux mois qui suivent, les demandes en faillite sur assignation à l'égard des entreprises en difficultés financières en raison de la pandémie du COVID-19, Avis du Conseil d'État n° 60.189 du 12 mai 2020.

OCDE (2021): Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: Assessment of risks and policy responses, OECD Working Papers No. 1651.

STATEC (2020): La centrale des bilans - un état des lieux décennal, Analyses 4-2020.

STATEC (2021): Bilan des aides accordées dans le cadre de la crise pandémique, Note de Conjoncture 1-2021, Étude 7.1.

L'accord mondial de réforme de la fiscalité et ses impacts potentiels pour le Luxembourg

La refonte du système fiscal international en matière d'impôts sur les sociétés élaborée à l'initiative de l'OCDE devrait entrer en vigueur en 2023. Cette réforme pourrait significativement impacter l'attractivité fiscale du Luxembourg, où plus de 70% des impôts sur les sociétés proviendraient d'entreprises multinationales visées par la réforme. Plusieurs études d'impact internationales concluent que si le Luxembourg devrait être perdant sur le pilier 1 – d'ampleur limitée – de la réforme, il pourrait être nettement gagnant sur le pilier 2 qui prévoit un taux minimum de taxation de 15%. Ce dernier résultat vaut surtout pour l'évaluation statique, mais l'impact réel dépendra des réactions des multinationales et des pays, difficiles à anticiper.

Un système fiscal inadapté

L'accord validé au début d'octobre 2021 par 136 pays (représentant selon l'OCDE plus de 90% du PIB mondial) vise à accroître les impôts payés par les grandes entreprises multinationales (EMN) et à éviter une trop grande disparité entre l'endroit où ces entreprises opèrent et celui où elles paient leurs impôts. Les 15 actions BEPS ("base erosion and profit shifting") présentées en 2015¹ avaient également déjà comme but de lutter contre la planification fiscale agressive des multinationales, qui savent exploiter les écarts entre les règles fiscales des différents pays pour réduire autant que possible leur charge d'impôts.

Ces initiatives ont été rendues nécessaires par le constat que le système fiscal centenaire en vigueur est inadapté au monde globalisé et numérique d'aujourd'hui car il repose sur le principe de la souveraineté fiscale et alloue les droits à imposer sur base de la présence physique. Ce système est efficient dans le contexte d'une entreprise "traditionnelle" avec une usine et des salariés implantés dans un seul pays. Mais il se heurte à certaines difficultés face aux activités d'entreprises multinationales telles que les GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft) qui peuvent aisément déplacer leurs profits d'un pays à l'autre (offrant une fiscalité très avantageuse, voire nulle) dans la mesure où elles dépendent beaucoup d'actifs immatériels (brevets, marques, etc.).

La proposition de réforme de l'OCDE a profité d'un déblocage avec l'arrivée de l'administration Biden, qui a cependant insisté pour que le champ d'application soit élargi aux grandes multinationales en général (au lieu d'inclure seulement les champions du numérique, souvent américains)². Le contexte de la crise COVID-19, avec la détérioration des finances publiques et l'accélération de la digitalisation, a sans doute également stimulé le soutien de cette réforme à l'échelle internationale.

Une réforme sur 2 piliers

La déclaration à laquelle ont adhéré tous les participants au cadre inclusif de l'OCDE, à part le Kenya, le Nigeria, le Pakistan et le Sri Lanka (au moment de la rédaction, fin octobre), a été présentée en juillet 2021, puis adaptée en octobre. Elle repose sur deux piliers.

¹ Transposées en Europe notamment via les directives ATAD ("anti-tax avoidance directive").

² La prolifération de taxes unilatérales sur les activités de ces entreprises (par exemple en France) témoigne également de la nécessité de réforme.

- **Pilier 1 :** le cœur du pilier 1 est la réallocation d'une partie des profits des plus grandes et plus rentables entreprises multinationales aux pays de marché dans lesquels les biens et services sont utilisés ou consommés (avec le chiffre d'affaires comme clé de répartition). Cela ne concerne que les entreprises dont le chiffre d'affaires mondial dépasse 20 Mia EUR par an et dont la rentabilité est supérieure à 10% (on parlerait d'une centaine). Pour ces entreprises, 25% du bénéfice résiduel (c.-à-d. dépassant le seuil de 10%) seront réalloués. Les industries extractives et les services financiers réglementés en sont exclus. Afin de réduire les coûts de mise en conformité, l'EMN n'attribue que les profits à un pays si ses recettes y dépassent 1 Mio EUR (seuil abaissé à 250 000 EUR pour les pays dont le PIB est inférieur à 40 Mia EUR, ce qui n'est pas le cas du Luxembourg).³
- **Pilier 2 :** ce pilier veut mettre un plancher à la concurrence fiscale avec des règles (appelées GloBE) qui établissent un taux d'imposition global minimum de 15% pour les EMN dont le chiffre d'affaires annuel dépasse 750 Mio EUR. Cela exclut notamment les entités publiques, fonds de pension ou fonds d'investissement qui sont des entités mères ultimes⁴ d'un groupe EMN⁵. Les règles prévoient d'autres exclusions basées sur des critères de substance: au début de la phase de transition, un montant de revenus équivalent à 8% de la valeur nette des actifs corporels et de 10% de la masse salariale pourra être déduit des profits (ces taux baisseront graduellement par la suite pour atteindre 5%). En pratique, si une EMN est imposée à un taux effectif inférieur à 15% dans un pays, le "déficit fiscal" (écart pour arriver à 15%) pourra être prélevé par la juridiction mère de cette EMN.⁶

Il faut relever que de nombreux détails doivent encore être clarifiés. L'accord se résume, au moment de la rédaction de cette étude, à un document de 6 pages (plus environ 2 pages pour le plan de mise en œuvre), alors que la matière est par nature extrêmement complexe. Quant à la base d'imposition, le pilier 1 spécifie ainsi uniquement que les bénéfices (ou pertes) "seront déterminés en se référant au résultat comptable, moyennant quelques ajustements" et que "les pertes seront reportables en avant"⁷. Sachant que l'attractivité fiscale du Luxembourg repose plutôt sur l'étroitesse de la base d'imposition que sur la compétitivité du taux nominal d'imposition (cf. ci-après), ces questions ne sont pas anodines.

La réforme devrait déjà prendre effet en 2023, ce qui implique la fixation d'échéances ambitieuses pour assurer que les pays participants aient le temps d'adapter leurs législations nationales. Le cadre inclusif de l'OCDE est en train d'élaborer dans cette perspective des règles modèles (pour la transcription au niveau national) et une convention multilatérale. La Commission européenne prépare de son côté une directive pour s'assurer que l'accord soit mis en œuvre de manière cohérente dans les États membres.

³ Par ailleurs, ce pilier 1 prévoit également l'introduction d'un mécanisme de règlement de différends, l'abrogation des taxes sur les services numériques introduites de manière unilatérale et l'attribution d'un rendement fixe pour des activités de commercialisation et de distribution (simplification du système de prix de transfert au profit des pays à faibles capacités administratives).

⁴ Dans le cadre du "Country-by-Country Reporting", l'OCDE (2015) a défini l'entité mère ultime par (i) sa détention, directe ou indirecte, d'une participation suffisante dans une ou plusieurs autres entités constitutives du groupe multinational, de telle sorte que cette entité est tenue de préparer une déclaration de revenus ; et (ii) l'absence d'une autre entité du groupe qui détient une telle participation dans cette entité.

⁵ Sont également exclues les EMN en phase initiale de leur activité internationale (moins de 50 Mio EUR d'actifs corporels à l'étranger, moins de 5 pays) pour une période de 5 ans.

⁶ Le pilier 2 confère également aux pays en développement un droit d'imposition (supplément pour arriver à un taux minimum de 9%) sur des paiements tels que les intérêts et redevances qui sont parfois taxés à des taux très faibles, voire nuls, par les pays partenaires de conventions bilatérales.

⁷ En ce qui concerne le pilier 2, la déclaration évoque un taux d'imposition effectif calculé pays par pays "utilisant une définition commune des impôts couverts et une base d'imposition déterminée par référence au résultat comptable (avec des ajustements correspondant aux objectifs de politique fiscale poursuivis par le pilier 2 et des mécanismes afin de remédier aux différences temporelles)".

Le Luxembourg largement dépendant de multinationales concernées par la réforme?

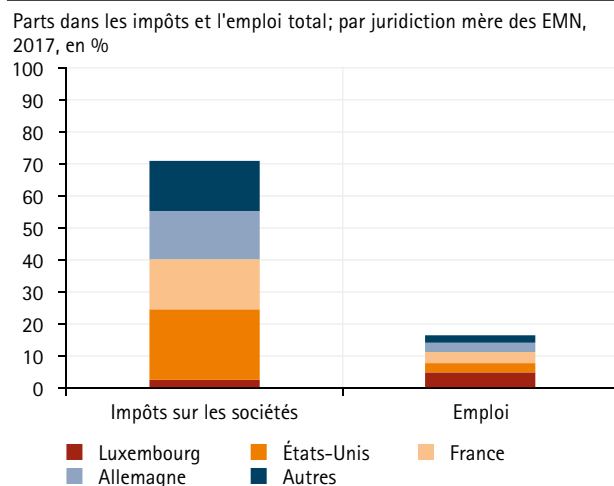
Malgré des failles et limites (cf. encadré A), les données agrégées et anonymisées des déclarations pays par pays ("Country-by-Country Reporting" en anglais, ci-après CbCR) constituent une source importante d'informations sur les activités des EMN visées par la réforme au Luxembourg. Le fait que les EMN contraintes de participer sont les mêmes que celles visées par le pilier 2 de la réforme⁸ rend cette source particulièrement intéressante pour évaluer les risques y relatifs pour le Luxembourg. L'OCDE a publié les données agrégées relatives à 2017 (2^e année disponible) fin juillet 2021.

Ces données révèlent un très fort degré de dépendance du Luxembourg aux EMN visées par le pilier 2 en matière d'impôts sur les sociétés (cf. graphique A). En 2017, elles versaient environ 70% du total de ces impôts⁹ (soit 2 Mia EUR ou 8% des recettes publiques), ce qui constitue le 2^e taux le plus élevé au niveau mondial derrière le Japon (77%). Cependant au Japon, plus de 70% des impôts émanaient d'EMN ayant leur siège (entité mère ultime) dans le pays, alors que ce taux ne s'élève qu'à 3% (quelque 80 Mio EUR) pour le Luxembourg.

Le Luxembourg paraît moins dépendant des grandes EMN en termes d'emploi (on ne considère ici que les emplois directs), avec 17% de l'emploi total du pays, soit quelque 72 000 emplois. Parmi ces postes, 20 000 relèvent d'EMN dont l'entité mère ultime se trouve au Luxembourg. Comme pour les impôts sur les sociétés, les États-Unis, la France et l'Allemagne constituaient les juridictions mères des EMN "étrangères" contribuant le plus en termes d'emplois au Luxembourg (selon ces données non disponibles pour tous les pays, cf. encadré A).

Graphique A

Le Luxembourg plus dépendant en termes d'impôts sur les sociétés qu'en termes d'emplois des EMN visées par le pilier 2



Sources: Country-by-Country Reporting OECD, STATEC

Si le taux d'imposition nominal au Luxembourg est proche de 25% aujourd'hui (il dépassait encore 27% en 2017), le taux minimum mondial de 15% sera néanmoins contraignant pour un certain nombre d'activités des EMN au Luxembourg parce qu'il s'agit d'un taux effectif ("Effective Tax Rate" en anglais): $ETR = \text{impôts sur les sociétés} / \text{profits avant taxes}$. Comme relevé dans une étude récente du FMI (de Mooij et al, 2020), le système fiscal du Luxembourg comporte "certaines dispositions attrayantes" (régime d'exemption de participation relativement généreux, faibles taux de retenue à la source sur les dividendes, les intérêts et les redevances...) qui permettent de nettement réduire la facture fiscale au Luxembourg (et ailleurs).

⁸ L'accord précise expressément: "Les règles GloBE s'appliqueront aux EMN qui réalisent un chiffre d'affaires d'au moins 750 millions d'euros, tel que déterminé dans le cadre de l'Action 13 du BEPS (déclaration pays par pays)" (OCDE, 2021c).

⁹ Cette part constitue une limite inférieure comme font défaut les informations sur les activités au Luxembourg des EMN ayant leur siège dans des pays qui ne renseignent pas le détail pays par pays (cf. encadré A).

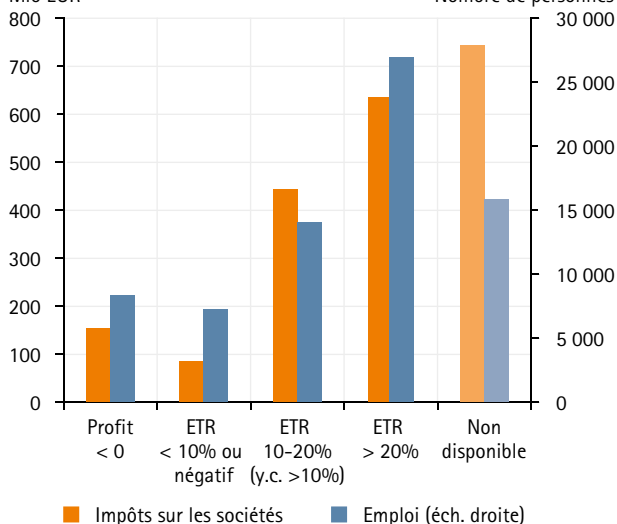
Les données du CbCR permettent également de voir que la majorité des impôts sur les sociétés et emplois sont associés à des sous-groupes d'EMN au Luxembourg dont le taux effectif de taxation dépasse 10% (cf. graphique B). À priori, ces recettes et postes sont peu susceptibles de disparaître suite à une adaptation de stratégie des EMN en réaction à la réforme fiscale internationale, qui cible les ETR très faibles. En 2017, au moins¹⁰ 15 000 personnes au Luxembourg travaillaient cependant pour des sous-groupes d'EMN qui affichaient un ETR très faible (voire négatif, ce qui peut arriver en cas de remboursements d'impôts) ou qui déclaraient une perte. Dans le cas où la fiscalité très basse est la principale raison de la présence de ces entités au Luxembourg, l'introduction du taux minimum mondial de 15% pourrait pousser les EMN à déplacer les activités en question hors du Grand-Duché.

Graphique B
Relativement peu d'emplois et d'impôts sur les sociétés émanent des sous-groupes d'EMN faiblement taxés

Répartition par taux effectif de taxation, 2017

(ETR = impôts/profits avant impôts)

Mio EUR



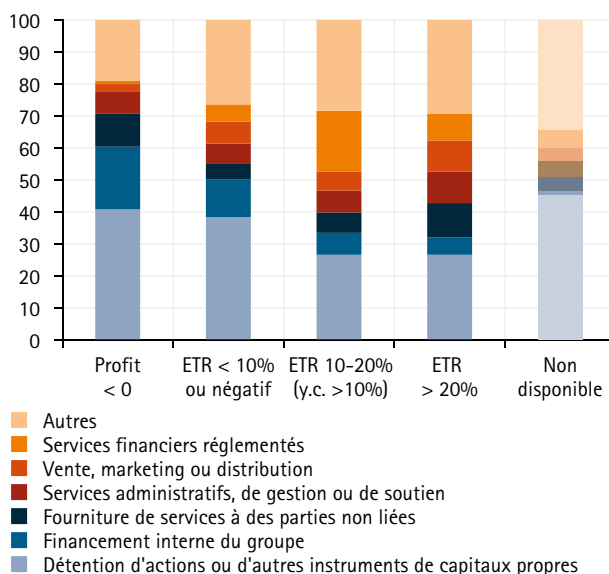
Sources: Country-by-Country Reporting OECD, STATEC

Dans les sous-groupes à très faible taux d'imposition ou à profits négatifs, les entités sont majoritairement actives dans la détention de participations financières et dans le financement interne de groupes (cf. graphique C). En revanche, pour les services financiers réglementés, la taxation effective dépasse le plus souvent 10% des profits.

Graphique C

Les entités détenant des participations financières et de financement interne du groupe fortement représentées dans les sous-groupes d'EMN à profits négatifs ou à faible taxation

Activités des entités EMN au Luxembourg par taux effectif de taxation du sous-groupe, 2017
Parts d'entités, en %



Sources: Country-by-Country Reporting OECD, STATEC

¹⁰ Parmi les pays déclarant les informations repris dans le graphique A, certains ne fournissent pas le détail par taux effectif de taxation (rubrique "non disponible" dans le graphique B).

Encadré A

Les données du "Country-by-Country Reporting" et leurs limites

Introduit par l'Action 13 du BEPS (qui vise à accroître la transparence), le CbCR s'applique depuis 2016 et constitue aujourd'hui une obligation légale dans plus de 90 pays. Ceci veut dire que les entreprises multinationales dont le revenu annuel consolidé dépasse 750 Mio EUR par an doivent rapporter à l'administration fiscale du pays où est localisée leur entité mère ultime des informations sur leurs activités mondiales (nombre d'entités et leurs domaines d'activité, revenus, profits, impôts sur les sociétés, emploi, actifs corporels...), et ce pays par pays. Ces informations seront ensuite échangées entre les administrations fiscales des différents pays dans le but d'aider les pays à détecter des abus (en matière de prix de transfert notamment).

L'OCDE publie les données anonymisées et agrégées du CbCR, mais avec un décalage relativement important. En juillet 2021, les données relatives à 2017 – où les déclarations étaient obligatoires dans 62 pays (et optionnels dans 3) – ont été publiées. Pour des raisons de confidentialité (cas de pays avec un nombre très limité d'EMN), la diffusion ne comprend finalement que les données collectées par 38 pays, ce qui revient selon l'OCDE (2021a) à un degré de couverture des EMN de 95%. Parmi ces pays, 10 pays n'ont indiqué pour "leurs" EMN que des totaux des activités par continent ou au niveau global (Autriche, Finlande, Grèce, Irlande, Île de Man, Corée, Pays-Bas, Norvège, Suède et Royaume-Uni), ce qui ne permet pas de cerner les activités des succursales de ces EMN au Luxembourg. Les États-Unis rapportent le plus d'EMN (536) avec des succursales au Luxembourg, devant la France (123) et l'Allemagne (119).

En 2017, 129 EMN ayant leur entité mère ultime au Luxembourg ont rapporté des informations sur leurs activités dans 86 juridictions. Selon ces données, ces EMN emploieraient 1.5 Mio de personnes au niveau mondial, ce qui peut paraître énorme en comparaison d'autres sources de données (p.ex. EU FATS, Foreign Affiliates and Trade Statistics).

Bernardo et al. (2021) soulignent les écarts importants entre différentes sources de données sur les activités des EMN (dont le CbCR). Il est possible qu'une partie de ces différences provienne de définitions divergentes sur la nationalité de l'EMN (différents concepts pour déterminer la tête de groupe), des divergences qui pourraient être particulièrement pertinentes pour le Luxembourg au vu des structurations souvent complexes des entités EMN.

Une autre source potentielle d'erreur qui serait selon le FMI (2020) "especially relevant for Luxembourg due to the importance of holding companies among the MNEs" est le double comptage, en particulier pour les dividendes intra-groupes¹¹. Comme, pour ces premières vagues du CbCR, il n'a pas été expressément précisé que ces dividendes devraient être exclus du profit renseigné (OCDE, 2021b), il est possible qu'au moins une partie des EMN les ait inclus. Ceci gonflerait les profits et par là réduirait artificiellement le taux effectif de taxation (= impôts sur les sociétés / profits avant impôts). Ce problème pourrait être aggravé par l'inclusion d'entités exonérées d'impôt dans les données.

Par ailleurs, suite au périmètre variable des déclarations et leur caractère agrégé, il n'est pas aisé de comparer les résultats d'une année à l'autre, ni de les lisser sur plusieurs années (alors que les paiements – ou remboursements – d'impôts d'une année sont souvent influencés par les paiements et pertes reportés antérieurs). Les résultats observés pourraient finalement exhiber le comportement de quelques grandes EMN qui influencent fortement les totaux agrégés.

Le décalage dans la publication des données implique en outre que cette analyse porte sur 2017, alors que certaines réformes liées au BEPS (ATAD au niveau européen) ont été implémentées depuis. La réforme fiscale US (2018) pourrait également avoir influencé les comportements des EMN.

¹¹ Le souci de double comptage concernerait par ailleurs les entités apatrides et l'agrégation (au lieu de la consolidation) des revenus de différentes entités d'une EMN.

Quel impact sur les recettes au Luxembourg?

Si, à l'échelle internationale, de nombreuses évaluations d'impact d'une refonte du système fiscal ont vu le jour au cours des dernières années, seuls les travaux relativement récents simulent des scénarios assez proches de l'accord trouvé sur les derniers mois.

Ainsi, en 2016, l'évaluation d'impact de la Commission européenne concluait que le Luxembourg serait le plus grand perdant d'une réforme en matière d'impôts sur les sociétés (avec une baisse des recettes équivalente à 1% du PIB). L'évaluation portait sur la proposition de la Commission de la CCCTB ("Common consolidated corporate tax base" ou ACCIS en français) selon laquelle une base fiscale commune serait calculée au niveau de l'UE pour les grandes EMN (chiffre d'affaires consolidé > 750 Mio EUR). Celle-ci serait ensuite répartie parmi les États membres selon une formule prenant en compte le poids de chaque pays en termes de main-d'œuvre, d'actifs et de ventes (par destination).

Pilier 1 : un impact négatif mais assez faible pour le Luxembourg

Même si la proposition de réforme de l'époque avait des similitudes avec le pilier 1, notamment dans l'intention de redistribuer les droits à taxer en fonction de l'activité réelle des EMN, les différences avec la proposition actuelle sont importantes et restreignent fortement l'impact de ce volet. Pour rappel, il a été retenu que la mesure principale du pilier 1 ne concernerait que les EMN – hors services financiers et industries extractives – dont le chiffre d'affaires annuel dépasse 20 Mia EUR et la rentabilité 10%. Ensuite, ce ne serait pas l'ensemble de la base fiscale qui serait redistribué, mais seulement 25% des bénéfices résiduels (au-delà du seuil de 10%). Ces dispositions limitent fortement la portée du pilier 1 et donc leur impact sur les différents pays.

L'OCDE estime en octobre 2021 que le pilier 1 impliquera une réallocation des droits de taxation sur 125 Mia USD de profits (par an) au profit des pays de marché. Il n'y aurait a priori pas d'impact sur la base fiscale mondiale, mais les recettes fiscales augmenteraient légèrement dans la mesure où les pays qui profiteraient de cette réallocation affichent en moyenne des taux de taxation plus élevés (OCDE, 2020). Les centres d'investissement, parmi lesquels figure le Luxembourg, sont identifiés (au niveau agrégé) comme les perdants de ce volet de la réforme.

Dans le rapport du FMI "International taxation and Luxembourg's economy" (de Mooij et al., 2020), les auteurs estiment également que les recettes du Luxembourg seront négativement impactées par cette mesure, puisque la base fiscale (actuelle) que le Grand-Duché devra céder dépasserait la base (part des profits résiduels mondiaux des EMN) qui lui sera attribuée en retour. La perte engendrée en termes de recettes serait inférieure à 15 Mio EUR (soit un demi-point de % des impôts sur les sociétés au Luxembourg). Il devrait s'agir d'une surestimation car les calculs se basent sur les EMN générant un chiffre d'affaires supérieur à 750 Mio EUR (alors que le seuil minimum finalement retenu est de 20 Mia EUR), y compris les services financiers (qui sont finalement exclus). En revanche, les estimations considèrent que 20% des profits résiduels sont réalloués (au lieu des 25% finalement retenus). Ceci ne devrait pas bouleverser la conclusion qu'on peut tirer, à savoir celui d'un impact négatif mais faible du pilier 1 au Luxembourg.

En outre, dû au manque de certaines données, par exemple sur les ventes des EMN par pays de destination, de nombreuses hypothèses doivent être posées pour effectuer de telles simulations. Considérant ces difficultés et un impact prévu du pilier 1 nettement inférieur à celui du pilier 2, la plupart des évaluations d'impact se focalisent sur ce dernier.

Pilier 2: le Luxembourg grand gagnant de la réforme?

Le pilier 2 de la réforme, à savoir l'introduction d'un impôt global minimum de 15%, générerait selon l'OCDE (2021d) 150 Mia USD de revenus fiscaux additionnels par an. Dans son évaluation d'octobre 2020, l'organisation précise: "many investment hubs may gain a substantial amount of tax revenues from Pillar Two". Le FMI (de Mooij et al., 2020) estime que la base fiscale relative aux EMN au Luxembourg pourrait doubler (limite supérieure hors exclusions).

Le nouvel Observatoire européen de la fiscalité (Baraké et al., 2021a, 2021b) estime un gain potentiel énorme pour le Luxembourg, évalué à 4.1 Mia EUR, soit 150% des impôts sur les sociétés de 2016, ou 3 Mia EUR si l'on tient compte des exclusions sur la masse salariale et les actifs corporels (à un taux de 7.5%). L'Observatoire s'est basé (comme le FMI) pour ces évaluations essentiellement sur les données CbCR de 2016. Une mise à jour publiée fin octobre 2021 par l'Observatoire (Baraké et al., 2021c) sur base des données pour 2017 aboutit à un gain encore plus important pour le Luxembourg, de 5.8 Mia EUR (4.5 Mia après exclusions). Afin de mieux comprendre et illustrer ce résultat, qui peut surprendre, nous allons reproduire cette évaluation. La vulnérabilité de ce résultat, statique, sera ensuite discutée.

Ce résultat s'explique par le fait que le Luxembourg pourrait collecter – pour les EMN ayant leur entité mère ultime au Grand-Duché – le déficit fiscal, c'est-à-dire les impôts manquants pour arriver à un taux effectif de taxation de 15% dans chaque pays (y compris au Luxembourg). Sur base des données CbCR agrégées, le taux effectif de taxation s'élevait en 2017 pour les sous-groupes d'EMN qui réalisent un profit (et dont la juridiction mère est le Luxembourg) à 10-11% pour les États-Unis, la France et l'Allemagne, mais seulement à quelque 5% pour la Belgique et moins de 3% pour les Pays-Bas. Il ne serait que de 0.4% sur leurs activités au Luxembourg. Il faut néanmoins rappeler (cf. encadré A) qu'il y a un fort soupçon que le taux effectif de taxation pour le Luxembourg soit biaisé vers le bas par l'inclusion de dividendes intra-groupes dans le profit (dénominateur de l'ETR) alors que ceux-ci devraient en être exclus.

En reproduisant les calculs de l'Observatoire européen de la fiscalité mais sur base des données CbCR pour 2017 au lieu de 2016, nous arrivons à des recettes supplémentaires pour le Luxembourg de 6.4 Mia EUR hors exclusions (soit 600 Mio de plus que le chiffre avancé par l'Observatoire européen en octobre 2021)¹². À l'intérieur de ce montant, 1.7 Mia EUR se réfèrent directement au déficit fiscal au Luxembourg. En d'autres mots, les EMN devraient payer 1.7 Mia EUR d'impôts supplémentaires au Luxembourg pour y porter l'ETR de 0.4% à 15%.

Nous allons ensuite tenir compte des exclusions, et ce pour les taux qui s'appliqueront sur le début de la période de transition: 8% des actifs corporels (données fournies par le CbCR) et 10% de la masse salariale (emploi fourni par le CbCR, combiné à des données sur le salaire moyen par pays). La somme de ces deux montants réduit le profit avant impôts sur base duquel l'ETR et les impôts supplémentaires sont calculés¹³.

La prise en compte de ces exclusions limiterait les impôts supplémentaires à collecter par le Luxembourg à 5.1 Mia EUR, à comparer aux 2.9 Mia EUR d'impôts collectés sur les sociétés de 2017. Les impôts supplémentaires se référant aux activités au Luxembourg seraient réduits de 14% par les exclusions, tandis que ceux relatifs aux activités à l'étranger (toujours des EMN ayant leur siège au Luxembourg) seraient plus fortement abaissés, de 22%. Les activités réalisées à l'étranger auraient donc plus de substance (en termes de masse salariale et d'actifs) à faire valoir pour réduire les profits imposables. Ceci est particulièrement vrai pour la masse salariale, qui est responsable de seulement 4% de la réduction des impôts supplémentaires au Luxembourg, contre 17% pour les activités à l'étranger.

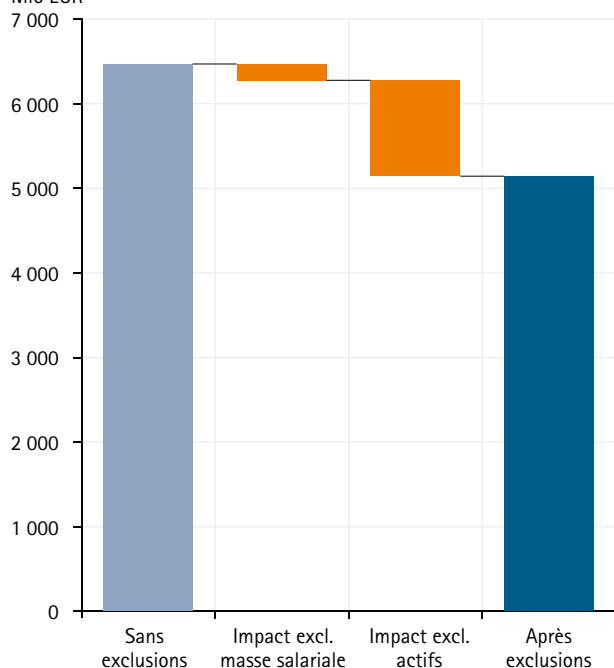
¹² Ces différences devraient s'expliquer par le fait que l'Observatoire a corrigé et complété certaines données du CbCR en recourant à des sources additionnelles.

¹³ Suivant l'Observatoire de la fiscalité (Baraké et al., 2021b) et l'OCDE (2020), nous procédons aussi à un ajustement des impôts couverts. Cet ajustement est proportionnel à l'effet des exclusions sur les profits. En l'absence de cet ajustement, l'ETR serait gonflé (impôts / (profits – exclusions)) et les impôts supplémentaires réduits davantage. Les règles sur ce point n'ont pas encore été détaillées.

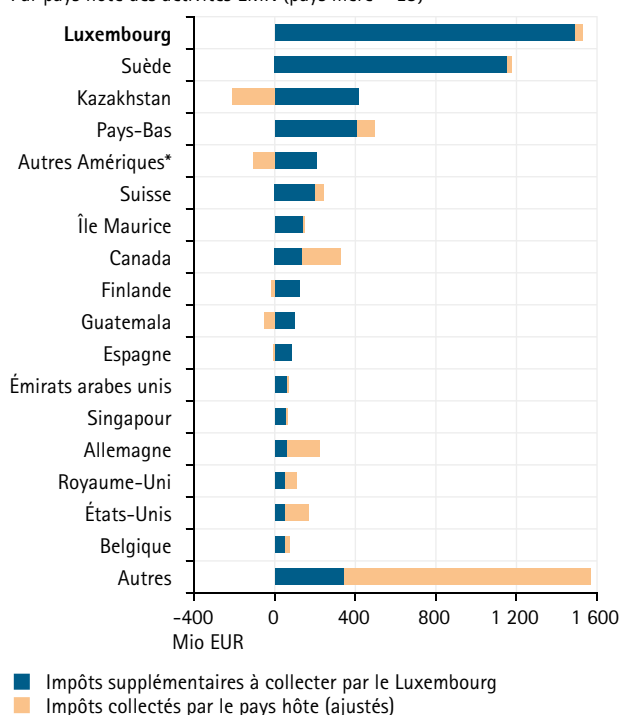
Graphiques D

Selon une évaluation statique, le Luxembourg pourrait collecter 5.1 Mia EUR d'impôts supplémentaires après prise en compte des exclusions (graphique de gauche), dont une grande partie proviendrait du déficit fiscal des EMN sur leurs profits au Luxembourg (graphique de droite)

Impôts supplémentaires que le Luxembourg pourrait collecter sous le pilier 2 en tant que pays mère des EMN, données 2017
Mio EUR



Par pays hôte des activités EMN (pays mère = LU)



Notes: Calcul du supplément d'impôts à collecter (pour arriver au taux minimum de taxation de 15%) après ajustement des profits pour tenir compte des exclusions retenues pour le début de la période de transition (profits après exemptions = profits observés - 8% * actifs corporels - 10% * masse salariale) et ajustement des impôts collectés par le pays hôte (impôts collectés ajustés = impôts collectés * profits après exemptions / profits observés).

* tel que renseigné par l'OCDE

Sources: Country-by-Country Reporting OCDE, ILO (salaires moyens par pays), calculs STATEC

Le **graphique D (partie droite)** détaille la provenance des impôts supplémentaires selon le pays hôte des activités EMN et amène les constats suivants:

- les plus grandes contributions proviennent de pays hôtes pour lesquels ce supplément dépasse très largement les impôts collectés jusqu'à présent sur ces EMN (ceci vaut également pour les activités au Luxembourg);
- des parts importantes des impôts supplémentaires devraient provenir d'un nombre limité d'EMN. Ainsi, par exemple, 400 Mio EUR d'impôts seraient prélevés sur les profits au Kazakhstan, où seulement 8 sous-groupes d'EMN dont le siège est au Luxembourg ont déclaré un résultat positif en 2017.

Rappelons à présent que la finalité principale de cette évaluation réside dans l'explication du mécanisme d'imposition sous le pilier 2 et la compréhension des résultats avancés par les organisations internationales, plutôt que dans le chiffrage par le STATEC de l'impact réel sur les recettes futures.

Il faut notamment garder en mémoire les limites des données CbCR sur lesquelles se basent ces résultats. À côté de la potentielle intégration erronée des dividendes dans le profit évoquée ci-avant, le caractère agrégé et annuel des données ne permet pas de prendre en compte des éléments comme, par exemple, les pertes reportées et paiements d'impôts antérieurs, qui pourraient expliquer des cas où des impôts négatifs vont de pair avec des profits positifs¹⁴.

¹⁴ Un lissage des données sur 2016 et 2017 ne résout pas nécessairement le problème dans la mesure où les EMN incluses ne sont pas forcément les mêmes.

L'écart entre les impacts estimés par l'Observatoire de la fiscalité sur base des données respectivement de 2016 et 2017 témoigne en outre de la volatilité des données.

Malgré de tels écarts, les évaluations statiques s'accordent sur un très large impact positif du pilier 2 sur les recettes du Luxembourg. Il s'agit cependant de résultats de court terme qui n'intègrent pas de modifications de comportement ni des EMN, ni des pays, ce qui est hautement irréaliste.

Le diable est dans les détails... et dans les réactions

L'impact réel pour le Luxembourg dépendra finalement largement de la conception exacte des règles et des adaptations stratégiques des EMN et des pays face au nouvel environnement fiscal, ce qui est difficile à anticiper.

L'Observatoire européen de la fiscalité relativise ses résultats pour certains des pays potentiellement gagnants, comme le Luxembourg et Chypre: "however, this result relies on the assumption that these countries would keep the headquarters they have attracted so far in part by offering low corporate tax rates". Dans le cas contraire, ces pays "bénéficieraient moins".

Le FMI (de Mooij et al. 2020) précise que les gains potentiels pour le Luxembourg pourraient être anéantis si les pays à faible taxation augmentaient leur taux. En effet, offrir un taux effectif en dessous de 15% revient à faire un cadeau à un autre pays – celui du siège de l'EMN – qui pourra collecter les impôts manquants. Les pays à faible taxation ont donc intérêt à relever leur taux effectif vers 15%, puisque cela augmenterait leurs recettes sans affecter la situation de l'EMN (elle paierait toujours le même montant de taxes, mais à des pays différents). Le résultat pourrait être pire encore: "Moreover, if MNEs become less inclined to minimize their foreign tax bill through channeling income via SPEs, tax revenue in Luxembourg can even fall."

L'OCDE (2020) évalue des scénarios dynamiques (moyennant des hypothèses simplifiées) considérant d'une part la réduction probable du transfert de bénéfices par les EMN et d'autre part un relèvement des taux dans les pays qui se situent sous le taux minimum. En cas de réduction des transferts de bénéfices, les auteurs obtiennent une fourchette assez large pour les centres d'investissements dans leur ensemble selon laquelle l'impact sur les recettes pourrait être soit négatif, soit positif. Quand ils rajoutent à ce scénario l'augmentation des taux par les pays à faible taxation, l'impact estimé devient pourtant largement positif. N'est pas considéré dans leurs scénarios l'impact sur les décisions d'investissement réel (plutôt que sur le simple transfert de bénéfices) des EMN et la réaction des pays déjà au-dessus du taux minimum.

En ce qui concerne les investissements réels, l'OCDE estime que le pilier 2 pourrait mener à un relèvement des coûts d'investissement dans des pays affichant jusqu'à présent des taux effectifs de taxation inférieurs au taux minimum, avec des effets négatifs sur l'investissement et les recettes fiscales (impôts sur les sociétés mais aussi autres) dans ces pays.

Beaucoup d'éléments dépendront finalement de la conception exacte des règles. Ceci vaut également pour les exclusions. L'Observatoire de la fiscalité (2021b) les critique en tant qu'incitants pour les EMN à déplacer leurs actifs et emplois dans des pays à très faible taux de taxation. Elles permettraient aux EMN d'échapper à la taxation à condition qu'elles affichent assez de substance dans ces pays. L'OCDE (2020) évoque également ce risque, mais considère les facteurs (emplois et actifs corporels) choisis comme peu mobiles et insiste sur la nécessité de règles claires qui évitent les abus.

Il semble donc que le but du pilier 2 ne soit pas d'éliminer la concurrence fiscale qui permet d'attirer de la substance, mais les pratiques qui dissocient activité et imposition (le transfert de bénéfices via les fameuses sociétés boîtes aux lettres). Même si le Luxembourg ressort comme gagnant de la réforme dans les évaluations statiques, la réforme, si elle est efficace, devrait impacter les activités des EMN au Luxembourg dans la mesure où, selon le FMI (2020), 95% des investissements directs étrangers transitent par des sociétés exerçant des activités de holding et/ou de financement intra-groupe. Des informations comme celles émanant de "Luxleaks" pointent le caractère artificiel de certains montages utilisés pour le seul transfert de bénéfices.

Alors qu'il paraît probable que le Luxembourg perde une partie de son attrait fiscal dans un monde post-réforme, il est difficile d'anticiper les réactions précises des EMN et d'estimer le poids de la fiscalité dans l'attractivité globale du pays¹⁵.

Si le Luxembourg décidait de maintenir les déductions fiscales qui permettent de rétrécir la base fiscale de sorte à offrir un taux effectif de taxation inférieur à 15% à certaines EMN, ces dernières n'en retireraient aucun avantage dans la mesure où le déficit fiscal serait collecté ailleurs. Afin de maximiser ses propres revenus, le Luxembourg aurait donc intérêt à imposer toutes les EMN à un taux de 15% (au moins). En pratique, comme les EMN sont hétérogènes et profitent de différentes déductions fiscales, il n'est pourtant pas facile de porter l'ETR à 15% pour toutes les EMN (OCDE, 2020).

Une telle imposition uniforme est plus facile à établir dans un système fiscal qui, à l'inverse du Luxembourg, se fonde sur une base imposable large (peu de déductions possibles) et un taux nominal faible. Tel est par exemple le cas pour l'Irlande, qui a déjà annoncé relever son taux nominal d'imposition à 15% pour les EMN tout en maintenant le taux pour les autres entreprises à 12.5%. À l'instar de l'Irlande, on peut s'attendre à ce que la majorité des pays avec un ETR aujourd'hui inférieur à 15% se rapprochent de ce taux.

Les réactions des autres pays (ETR > 15%) sont moins évidentes à anticiper. Théoriquement, deux résultats sont possibles (OCDE, 2020):

- comme le taux d'imposition moyen des concurrents augmente avec l'introduction du taux minimum, les pays pourraient être enclins à augmenter également leurs taux, ce qui leur confèrera des recettes plus élevées sans perte d'attractivité;
- à l'inverse, si l'on considère un jeu séquentiel, l'existence d'un taux minimum pourrait motiver un pays à baisser son taux, car le risque serait désormais moindre que des baisses de taux des concurrents anéantissent son gain d'attractivité.

Selon des analystes de KMPG (2021), la concurrence entre les pays pourrait se déplacer vers les subventions – qui sont pourtant encadrées par des règles internationales (notamment européennes dans le cas du Luxembourg) – ou bien vers d'autres impôts. Elles pointent également le caractère nuisible d'autres impôts sur les sociétés qui ne s'appliquent pas aux profits (et ne sont donc pas couverts par l'accord OCDE) pour l'attractivité d'un pays. Au Luxembourg, il existe un tel impôt, celui sur la fortune.

¹⁵ Le FMI (2020) cite parmi les avantages non fiscaux du Luxembourg la présence d'un centre financier international doté d'un écosystème bien intégré, d'une main-d'œuvre multilingue qualifiée et d'un climat politique et social stable.

Synthèse

- Le Luxembourg est très dépendant des EMN visées par la réforme en matière d'impôts sur les sociétés, mais moins en termes d'emplois. Une part relativement faible de ces emplois et impôts proviendrait des sous-groupes d'EMN à taux effectif de taxation très bas.
- Alors qu'on aurait pu s'attendre à ce qu'une réforme qui vise à renforcer les droits de taxation des pays de marché (pilier 1) et à limiter la concurrence fiscale en instaurant un taux minimum de taxation (pilier 2) nuise nécessairement au Luxembourg, le résultat paraît moins clair à la lecture des évaluations qui en ont été faites.
- Si le pilier 1 devrait avoir un impact négatif limité sur les recettes du Luxembourg, l'essentiel de l'impact en matière de recettes devrait reposer sur le pilier 2.
- Pour ce pilier 2, les évaluations statiques dégagent un énorme surplus de recettes pour le Luxembourg qui verrait ses impôts sur les sociétés plus que doubler.
- L'impact réel sur les recettes futures est tout de même hautement incertain comme ce gain semble dépendre largement du comportement – supposé inchangé pour ces évaluations – d'un nombre limité d'EMN et de pays.
- Ce pilier 2 de la réforme pourrait en effet engendrer de fortes réactions stratégiques des EMN (moins de transferts de bénéfices, relocalisations d'activités réelles) et des pays (adaptations de la taxation) qui pourraient anéantir le gain, voire baisser les impôts collectés par le Luxembourg.
- Les analystes s'accordent sur un point: les impacts sont vraisemblablement complexes¹⁶ et très difficiles à anticiper.

Références

- Baraké, M., Neef, T., Chouc, P. & Zucman, G. (2021a): Collecting the tax deficit of multinational companies: Simulations for the European Union. EU Tax Observatory Report, No. 1.
- Baraké, M., Neef, T., Chouc, P. & Zucman, G. (2021b): Minimizing the minimum tax? The critical effect of substance carve-outs. EU Tax Observatory Note, No. 1.
- Baraké, M., Neef, T., Chouc, P. & Zucman, G. (2021c): Revenue effects of the global minimum tax: country-by-country estimates. EU Tax Observatory Note, No. 2.
- De Mooij, R., Prihardini D., Pflugbeil A., & Stavrev E. (2020): International Taxation and Luxembourg's Economy. IMF Working Paper 20/264.
- European Commission (2016): Impact Assessment – Proposals for a Council Directive on a common corporate tax base and a common consolidated corporate tax base (CCCTB). Commission staff working document.
- Garcia-Bernardo, J., Jansky, P., & Zucman, G. (2021): Did the Tax Cuts and Jobs Act Reduce Profit Shifting by US Multinational Companies? Preliminary and incomplete version – July 2021.
- KMPG (2021): Global minimum tax: an easy fix? Exploring the impacts of a global minimum tax regime.
- OECD (2015): Action 13: Country-by-Country Reporting Implementation Package.
- OECD (2020), Tax Challenges Arising from Digitalisation – Economic Impact Assessment: Inclusive Framework on BEPS, OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. OECD Publishing, Paris.
- OECD (2021a): Corporate Tax Statistics. Third edition. OECD Publishing, Paris.
- OECD (2021b): Important disclaimer regarding the limitations of the Country-by-Country report statistics.
- OECD (2021c): Déclaration sur une solution reposant sur deux piliers pour résoudre les défis fiscaux soulevés par la numérisation de l'économie. 8 octobre 2021.
- OECD (2021d): Two-Pillar Solution to Address the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy. Brochure, October 2021.

¹⁶ L'OCDE (2020) indique notamment: "the exact location of MNE profits in a post-pillar 2 world is difficult to anticipate because MNE profit shifting schemes are often complex and could be modified in ways that are complex and difficult to anticipate following the introduction of Pillar 2".

7.3

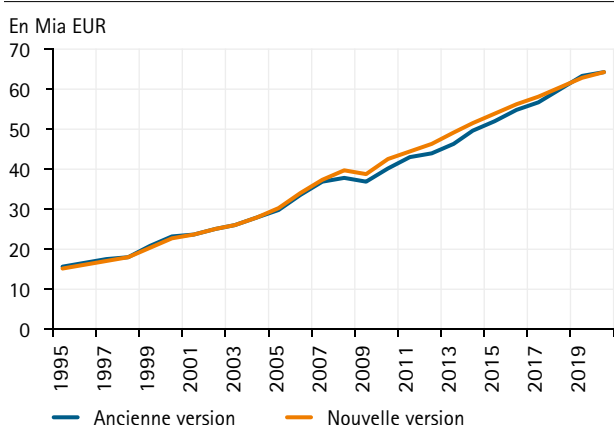
Principaux éléments liés à la grande révision des comptes nationaux annuels

Un exercice de grande révision a eu lieu pour les données des comptes nationaux. Plusieurs ajustements ont été effectués, intégrant des changements de méthodes, de nouvelles sources de données ainsi que des mises à jour de données déjà existantes. Si l'évolution globale du PIB et de la valeur ajoutée n'ont été que marginalement modifiées, des changements notables interviennent sur certaines composantes de l'optique dépenses (en particulier la consommation des ménages et les échanges extérieurs) ainsi que sur la structure de la valeur ajoutée des différentes branches de l'économie luxembourgeoise (notamment les services financiers et ceux d'information et communication).

Les données des comptes nationaux annuels ont fait l'objet d'une grande révision portant sur les années 1995 à 2020¹. Elles ont été publiées en même temps que les données trimestrielles intégrant les chiffres du 2^e trimestre 2021². Cet exercice de grande révision intervient habituellement tous les cinq ans³ et comporte souvent des ajustements méthodologiques majeurs.

L'analyse qui suit n'est pas exhaustive, elle vise avant tout à mettre en avant les principaux changements de méthodes ou de sources impactant significativement les principaux agrégats de l'optique dépenses du PIB et les branches économiques dans l'optique production.

Graphique A
PIB en valeur, 1995-2020



Source: STATEC

Révisions sur le PIB en valeur

Dans la nouvelle version, le produit intérieur brut en valeur connaît une révision significative à la hausse sur la période allant de 2008 à 2017, de l'ordre de 2 Mia EUR par an (soit d'un peu plus de 4% par an en moyenne). L'année 2019 est par contre revue à la baisse, d'environ 800 Mio EUR.

Sous l'optique dépenses, et à partir de 2008, les principales révisions (cf. graphique B) concernent:

- la dépense de consommation finale et le solde extérieur (exportations moins importations) sur les échanges de biens, significativement revus à la hausse;
- le solde extérieur sur les échanges de services, nettement revu à la baisse (surtout du côté des services non financiers).

Sous l'optique production (cf. graphique C), les principales révisions concernent:

- à la hausse: les services financiers, les services aux entreprises, les activités immobilières et l'industrie;
- à la baisse: le commerce et les services d'information et communication.

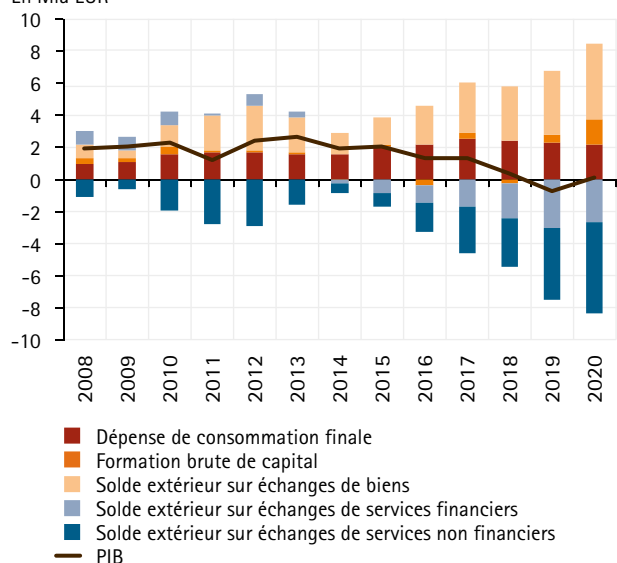
¹ Il n'y a pas de révisions de données annuelles à proprement parler pour les années 2019 et 2020, qui étaient jusque-là basées sur les données des comptes nationaux trimestrielles.

² Cf. Communiqué de presse n° 47 du 30 septembre 2021.

³ Elle était initialement prévue pour l'automne 2020, mais les conséquences de la crise sanitaire ont entraîné des retards dans l'avancement des travaux.

Graphique B

Révisions du PIB sous l'optique dépenses, 2008-2020

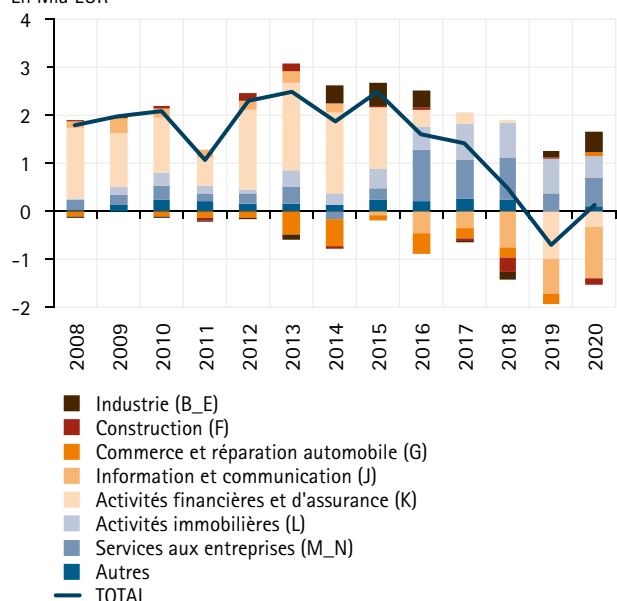
Contributions aux révisions du PIB en valeur - optique dépenses
En Mia EUR

Source: STATEC

Graphique C

Révisions de la valeur ajoutée par branche, 2008-2020

En Mia EUR



Source: STATEC

Secteur financier

Pour le secteur financier, les plus grandes révisions concernent par ordre décroissant: les banques, les services d'auxiliaires financiers et les services d'assurance.

Pour les banques, les révisions opérées tiennent beaucoup à la nouvelle prise en compte des données issues de la balance des paiements (BdP). Pour les exportations et importations de commissions bancaires, la répartition des différents flux était jusqu'alors dérivée de l'ancienne structure de reporting, arrêtée en 2010. Les données sont maintenant directement issues de la BdP. Pour les flux d'intérêts (ou SIFIM - services d'intermédiation financière indirectement mesurés), de nouvelles sources d'information (données titre par titre sur les intérêts sur obligation) et des travaux d'harmonisation sur les données de sources déjà existantes (en collaboration avec la BCL notamment) sont à l'origine de révisions à la fois sur la valeur ajoutée et sur les exportations et importations de services financiers. Cette révision des SIFIM, ainsi que la nouvelle source "titre par titre", impactent également les revenus d'OPC attribués aux assurances.

Pour les services d'auxiliaires financiers, les révisions tiennent à plusieurs éléments, dont principalement des corrections liées à la cohérence entre BdP et comptes nationaux ainsi que l'inclusion de données observées (au lieu d'estimations) à partir de sources annexes (comptes annuels de sociétés de gestion).

Toutes ces adaptations méthodologiques, ainsi que l'intégration de nouvelles observations (jusqu'alors manquantes) pour les années les plus récentes, débouchent au final sur une révision significative à la hausse de la valeur ajoutée du secteur financier pour les années 2008 à 2015 (et un impact positif mais bien moins prononcé pour les trois années suivantes), mais à la baisse pour 2019 et 2020⁴. Les exportations et les importations de services financiers sont toutes les deux révisées à la baisse sur l'ensemble de la période (plus fortement du côté exportations à partir de 2015, d'où une dégradation simultanée du solde extérieur des échanges de services financiers par rapport à la précédente version des comptes nationaux annuels). Ces exportations et importations de services financiers dans les comptes nationaux sont maintenant bien mieux alignées avec les données issues de la BdP. La valeur ajoutée du secteur financier est également mieux alignée avec le solde des échanges de services financiers.

⁴ Pour ces deux dernières années, les données ont un caractère provisoire puisqu'elles seront révisées sur base d'informations ultérieures disponibles seulement sur une base annuelle.

Retraitement comptable de l'activité de plusieurs multinationales

Des retraitements spécifiques ont été effectués pour plusieurs grandes entreprises multinationales, dont la nature des activités avait fait l'objet sur les dernières années de nombreuses analyses et discussions internes (entre les membres des statistiques macroéconomiques, des statistiques d'entreprises et la "Large case unit" du STATEC) et externes (en particulier avec Eurostat). Ces travaux ont débouché sur le reclassement de certaines entreprises d'une branche à une autre et sur des retraitements de certains flux au niveau des échanges extérieurs.

Sans rentrer dans tous les détails de ces retraitements (outre les éléments qui touchent à la confidentialité des données), les principaux changements qui en résultent sont les suivants:

- une réaffectation de la valeur ajoutée entre branches sur les années 2010 à 2020, qui pour les plus notables concernent l'industrie (avec un effet globalement positif, "+"), le commerce (-), les services d'information et communication (-) et les services aux entreprises (++);
- une forte augmentation à la fois des exportations et des importations de biens et de services non financiers, avec un effet in fine positif pour le solde des échanges de biens et négatif pour celui des échanges de services non financiers.

Retraitement des IP-Boxes

Le solde des échanges de services est par ailleurs aussi revu à la baisse sous l'effet du retraitement des sociétés de redevances et de licence ("royalty and licensing companies", ou "Intellectual Property Boxes"). Ce retraitement s'inscrit dans le respect des récentes recommandations édictées en la matière par Eurostat (la méthode antérieurement utilisée se basait sur un consensus de bonnes pratiques au niveau européen qui datait de 2009).

Sur la base d'une analyse de concordance vis-à-vis de plusieurs critères⁵, il a été déterminé que ces sociétés semblaient fournir des services financiers (affacturage) pour la société mère ou d'autres entités intragroupe. Lorsque les activités sont considérées comme des services financiers, ce qui est le cas pour toutes les sociétés analysées ici, on évalue la production par la somme des coûts. Toute la production est exportée car les services en question sont fournis exclusivement à des entités intragroupe situées à l'étranger.

Ce retraitement débouche finalement sur une nette révision à la baisse de la production et de la consommation intermédiaire de ces sociétés (l'impact sur la valeur ajoutée est relativement faible, avec une révision à la baisse de moins de 100 Mio EUR par an en moyenne sur la période 2010-2018 pour les services aux entreprises). Les exportations et importations de services non financiers sont également fortement révisées à la baisse (de l'ordre de 5 Mia EUR par an pour les premières sur la même période et de 4.5 Mia par an pour les secondes, engendrant ainsi une révision à la baisse sur le solde des échanges de services non financiers de 500 Mio EUR par an environ).

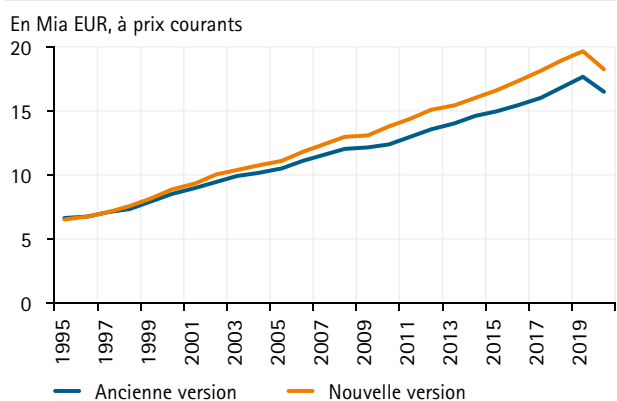
⁵ À savoir (1) la question de la propriété économique de l'actif de propriété intellectuelle, (2) la nature de l'actif (c'est-à-dire propriété intellectuelle produite ou non produite) et (3) la nature des activités (si la société fournit uniquement des services intragroupe à la société mère ou si les revenus sont générés par des transactions sur le marché libre).

Consommation des ménages

La révision à la hausse de la dépense de consommation finale (cf. graphique B) vient en grande partie de celle de la consommation des ménages. Là encore, la confrontation des données des comptes nationaux et de celles issues de la balance des paiements est à l'origine des révisions. Elle a en particulier montré que les dépenses des résidents à l'étranger semblaient significativement sous-estimées dans les comptes nationaux. Ces dépenses étaient jusqu'alors basées sur l'enquête sur le budget des ménages, elles le sont maintenant sur le débit du compte des voyages internationaux ("travel account") de la BdP⁶. La consommation des résidents à l'étranger est maintenant supérieure de 50% environ par rapport à l'ancienne version sur la période 1995-2020 (et de 75% environ sur 2010-2020), et cette révision à la hausse se compose surtout de consommation de services (pour trois quarts environ).

Principalement en lien avec ces changements, la consommation des ménages résidents est très significativement révisée à la hausse. Sur les dix dernières années (2010 à 2020), elle est de 1.5 à 2 Mia EUR supérieure par rapport à la version précédente des comptes annuels (soit une révision supérieure à 10%). Cette révision n'a cependant que peu d'impact sur le PIB, car elle est compensée par une hausse quasi équivalente des importations.

Graphique D
Consommation finale des ménages



Source: STATEC

Immobilier

Des ajustements ont été effectués sur les données de production et de consommation intermédiaire pour cette branche, à l'aide de nouvelles informations obtenues par voie d'enquête (concernant entre autres la distinction entre location de logements meublés ou non meublés) et du fait de l'intégration des données du parc de logements (au lieu d'estimations basées sur l'évolution de la population) pour les années récentes (jusqu'en 2018). Ces révisions impactent à la hausse la valeur ajoutée de cette branche (cf. graphique C), surtout à partir de 2016.

Des valeurs aux volumes

Les constats relevés sur les évolutions en valeur (i.e. à prix courants) valent aussi, pour la plupart, sur les données en volume (à prix constants). Mais il y a des exceptions, car il y a aussi eu des révisions sur les indicateurs de prix utilisés pour la déflation. C'est notamment le cas du secteur financier, avec de nouveaux déflateurs pour les auxiliaires financiers et les services de réassurance. Alors que cette branche contribue significativement à la révision à la hausse de la valeur ajoutée en valeur de 2010 à 2018, sa progression moyenne en volume est corrigée à la baisse sur la même période.

Il est important de considérer d'autre part que même sans révisions directes sur les indicateurs de prix, les révisions qui impactent différemment la production et la consommation intermédiaire (en valeur) vont se répercuter sur les prix implicites de la valeur ajoutée⁷ (même si les prix de production et de consommation intermédiaire utilisés restent inchangés). Les reclassements d'une branche à une autre de certaines sociétés multinationales vont par ailleurs modifier la manière dont leur production et leur consommation intermédiaire sont calculées, de même que les indices de prix utilisés pour les déflater.

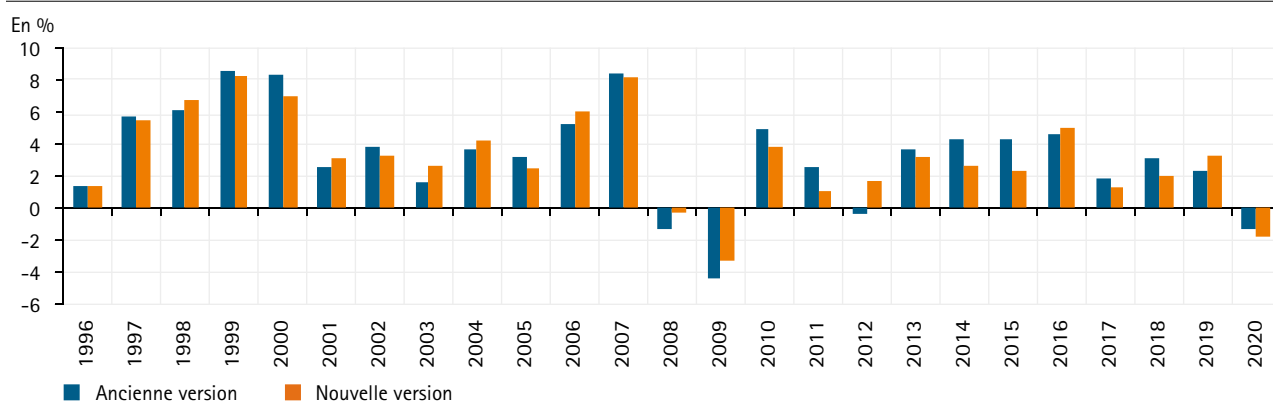
Plutôt que d'aller dans tout le détail des révisions, nous allons insister sur leurs conséquences en termes d'évolutions en volume, principalement sous l'optique production (branches).

⁶ Les données sur la consommation des étudiants à l'étranger sont désormais calculées à partir des données administratives sur les bourses et prêts étudiants publics. La consommation des vacanciers résidents est calculée à partir des données des enquêtes touristiques (qui renseignent les habitudes de consommation des ménages résidents en vacances).

⁷ La valeur ajoutée se définissant comme la différence entre la production et la consommation intermédiaire.

Graphique E

Variation annuelle du PIB en volume – révisions



Source: STATEC

Une croissance significativement revue à la baisse sur les années récentes

Sur l'ensemble de la période couverte par les comptes annuels (1995-2020), la croissance du PIB en volume n'a que peu changé : +3.2% en moyenne par an, contre +3.1% dans la version précédente. Elle est par contre significativement moins élevée sur les années récentes : +2.2% par an en moyenne de 2010 à 2020, contre +2.7% auparavant. Cette moindre expansion est principalement liée à la révision à la baisse de celle des services d'information et communication (ce constat vaut aussi pour les données en valeur), et dans une bien moindre mesure par celle des services financiers⁸.

Les nouvelles données laissent apparaître un impact moins fort de la Grande récession (2008-2009), surtout pour les branches de l'industrie, des services d'information et communication et des activités peu exposées à la conjoncture comme l'éducation et les services de santé et action sociale. Mais elles montrent à l'inverse une reprise moins prononcée sur les deux années suivantes (2010 et 2011), cette fois-ci surtout à cause des révisions relatives aux activités financières (surtout au niveau des prix implicites en 2010, à cause de révisions sur les données en valeur pour 2011).

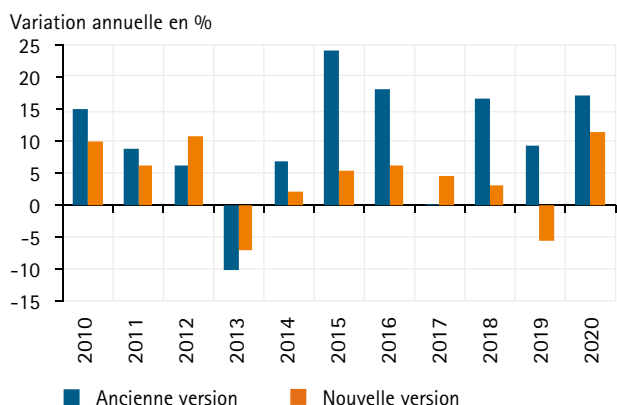
On constate par ailleurs une dynamique bien moins prononcée sur les années 2013 à 2015, surtout à cause des révisions relatives aux branches du commerce (2013 et 2014), des services aux entreprises (2014) et des activités financières (2015). L'année 2018 est également significativement revue à la baisse en 2018, d'environ 1 point de %, sous l'effet majeur de la révision à la baisse des services d'information et communication. Les révisions relatives à cette dernière branche lui confèrent aussi une contribution d'environ 1 point de % à la baisse en 2019 et 2020.

D'une manière générale, c'est cette branche des services d'information et communication qui montre les révisions à la baisse les plus spectaculaires sur les années récentes (cf. graphique F), même si une partie de ces révisions est due à des reclassements (et donc implique un déplacement partiel de la valeur ajoutée vers d'autres branches). Pour cette branche, la progression de la valeur ajoutée atteint maintenant 4.5% par an sur la période 2010-2020, contre 10.2% auparavant, soit une progression plus en ligne avec celle de l'emploi correspondant (+3.5% par an sur la même période, contre +4.1% auparavant).

D'une manière générale, la dynamique du PIB en volume sur les années récentes semble relativement faible en référence à d'autres indicateurs conjoncturels.

⁸ Ces révisions à la baisse sont partiellement compensées par des révisions à la hausse dans la branche des services aux entreprises.

Graphique F
Services d'information et communication – valeur ajoutée en volume

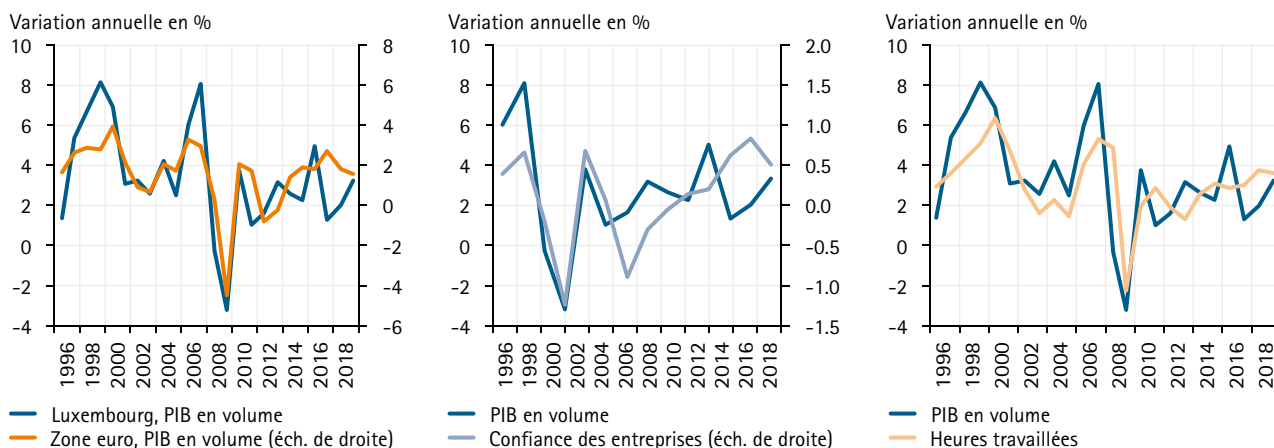


Source: STATEC

C'était déjà le cas avant cette grande révision, mais le constat demeure. Le PIB luxembourgeois, dont les évolutions sont historiquement bien corrélées avec celui de la zone euro, ne semble pas bien retracer la période de haute conjoncture observée dans la zone euro sur les années 2014 à 2019, ni la bonne orientation de la confiance des entreprises luxembourgeoises⁹ ou encore l'accélération des heures travaillées sur cette période.

Pour l'année 2020, marquée par la crise pandémique, le PIB en volume affiche maintenant un repli de 1.8%, contre -1.3% dans la précédente version des comptes, ce qui représente une révision marginale et ne remet pas en cause le diagnostic antérieur d'une bonne résistance de l'économie luxembourgeoise dans cette crise (rappelons que le PIB de la zone euro a subi un recul de 6.5% en 2020).

Graphiques G
Éléments de cadrage pour l'évolution du PIB en volume, jusqu'en 2019



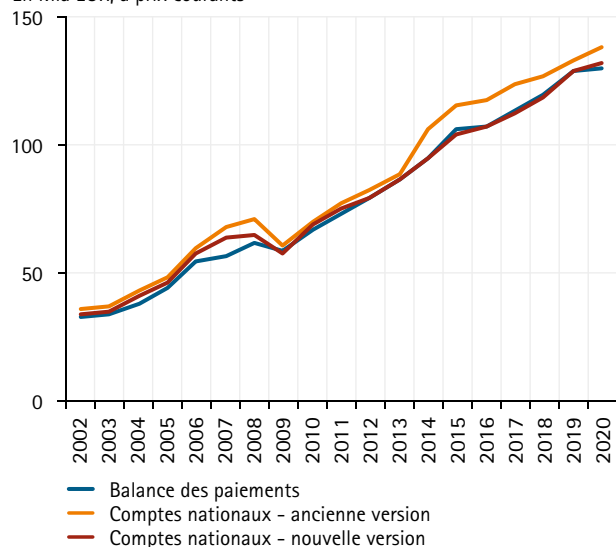
Sources: STATEC, Eurostat

⁹ Cet indicateur synthétique de la confiance des entreprises est calculé à partir des résultats des enquêtes mensuelles de conjoncture.

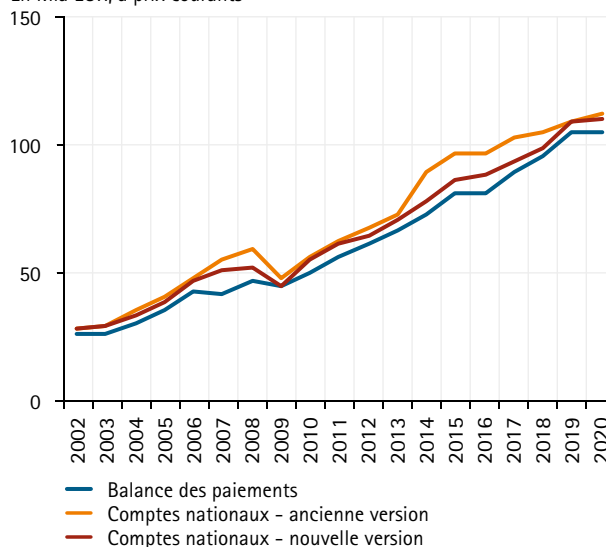
Graphiques H

Échanges extérieurs avant et après révisions

Exportations de biens et services
En Mia EUR, à prix courants



Importations de biens et services
En Mia EUR, à prix courants



Source: STATEC

Conclusions

- La trajectoire globale du PIB en valeur n'a pas été fondamentalement modifiée dans le sens où son point de départ (1995) et son point d'arrivée (2020) sont pratiquement identiques avant et après cette grande révision. Cependant, il montre à présent une dynamique plus forte sur les années 2008 à 2018, mais moins prononcée qu'auparavant en fin de période.
- La composition du PIB sous l'optique dépenses a par contre été largement modifiée par les révisions, surtout à partir de 2008. La consommation des ménages a été nettement revue à la hausse, de même que les exportations nettes de biens. Les soldes des échanges de services financiers et non financiers ont par contre été révisés à la baisse.
- Sous l'optique production, les reclassements de plusieurs sociétés multinationales entraînent une redistribution de la valeur ajoutée entre différentes branches, qui jouent à la hausse sur les services aux entreprises et l'industrie et à la baisse sur les services d'information et communication et le commerce. Mais c'est surtout au niveau du secteur financier que la valeur ajoutée a été revue à la hausse, en particulier

sur la période 2008-2018. Du fait de révisions sur les prix utilisés pour la déflation (et des modifications du rapport entre consommation intermédiaire et production), la valeur ajoutée du secteur en volume a progressé de manière moins prononcée que dans l'ancienne version des comptes sur cette période. Pour le PIB en volume, sur l'ensemble de la période 1995-2020, la croissance annuelle moyenne s'établit à 3.2% par an en moyenne (contre 3.1% auparavant).

- Cette grande révision a constitué un grand pas dans la mise en cohérence des données des comptes nationaux avec celles de la balance des paiements. Les exportations et importations retracées dans ces deux sources sont maintenant bien mieux alignées (cf. graphiques H).
- Concernant les années les plus récentes, et en laissant de côté la crise pandémique de 2020, la dynamique économique dessinée par l'évolution du PIB en volume semble moins porteuse que celle dérivée d'autres indicateurs conjoncturels. Ces données feront cependant encore l'objet de révisions lors des prochaines campagnes annuelles de compilation des comptes nationaux, qui fourniront peut-être une image différente de celle affichée à présent.

Liste des études publiées dans les dernières Notes de conjoncture

NDC 01-2021	Juin 2021
Bilan des aides accordées dans le cadre de la crise pandémique	Page 70
Vers une progression moins forte des prix du logement?	81
Un recours accru aux indicateurs à haute fréquence pour suivre l'activité	94
NDC 02-2020	Décembre 2020
Un premier bilan croisé de la crise selon les branches d'activité	58
Après la chute, quel potentiel de rebond pour la consommation des ménages?	64
Risques limités pour le secteur financier luxembourgeois	73
Forecast revisions: what to expect for 2021?	85
Évaluation de l'impact de la taxe CO ₂	88
NDC 01-2020	Juin 2020
Impact de la crise Covid-19 sur l'activité économique au Luxembourg	52
Chômage partiel de masse et congé pour raisons familiales: une opération à coeur ouvert de l'économie	59
Risque de propagation de la crise Covid-19 du secteur réel au secteur financier	72
Émissions de gaz à effet de serre: une bouffée d'air frais qui ne perdurera pas	82
NDC 02-2019	Novembre 2019
Montée des tensions commerciales: quelles retombées au Luxembourg?	44
Performance des banques selon leur type d'activité	49
Potential growth for Luxembourg: review of alternative methods	59
Forecast revisions: what to expect for 2020?	68
NDC 01-2019	Juin 2019
Indicateurs précurseurs pour l'emploi au Luxembourg	50
Évaluation macroéconomique des principales mesures de politique économique et budgétaire	58
À la recherche du consensus entre prévisions mensuelles, trimestrielles et annuelles	60
Analyse structurelle "shift-share" de la productivité horaire apparente du travail du Luxembourg en comparaison internationale	70
NDC 02-2018	Décembre 2018
Mieux prévoir la consommation intermédiaire et l'investissement publics grâce à une approche par fonction	46
Pertinence des enquêtes qualitatives pour anticiper les évolutions dans le secteur financier	53
Pourquoi le taux d'investissement du Luxembourg est-il si faible par rapport à ses pays voisins?	60
Improving year-ahead forecasts using panel regression	71
Les dessous de la baisse du taux d'emploi au Luxembourg	76
Risques macroéconomiques liés aux différends commerciaux	85
NDC 01-2018	Juin 2018
À la recherche de la productivité perdue	50
Pourquoi la valeur ajoutée du secteur financier ne repart-elle pas à la hausse?	55
Différents indicateurs pour passer au crible le ralentissement actuel de l'inflation sous-jacente	64
D'où provient le ralentissement de l'emploi public sur les dernières années?	69

NDC 02-2017	Décembre 2017
La crise a favorisé de l'augmentation du chômage, mais aussi du sous-emploi	Page 54
La marge d'intérêts des banques au Luxembourg dans un contexte de taux faibles	60
Mieux capter les effets du cycle économique dans les prévisions d'inflation	67
Modélisation des recettes fiscales : la taxe d'abonnement	72
NDC 01-2017	Mai 2017
Une consommation des ménages encore timide	43
Des exportations de services non financiers en nette progression	49
Impact de l'indexation sur l'inflation sous-jacente	51
Projections à moyen terme 2017-2021	56
Impact de la réforme fiscale en faveur des entreprises	59
Uncertainty and forecast errors	66
NDC 02-2016	Novembre 2016
An evaluation of STATEC's forecasting performance	62
Le processus de Brexit et l'estimation de son impact	71
Prévisions d'inflation: vers une meilleure cohérence entre court et moyen termes	80
Qualité des prévisions mensuelles d'inflation	84
Un accélérateur financier pour Modux	87
NDC 01-2016	Mai 2016
Prévisions d'inflation: que révèlent les anticipations?	66
Transmission des prix des matières premières alimentaires aux prix à la consommation	69
Incidences directes et indirectes de la rechute du prix du pétrole sur l'inflation	72
Income gains for households, corporations and government through falling oil prices	74
Impact des flux de demandeurs de protection internationale sur les principaux agrégats macroéconomiques	82
Secteur financier luxembourgeois: la résilience dans la mutation	87
Fluctuations boursières et performance économique	93
Impact de la réforme fiscale en faveur des ménages	96
NDC 02-2015	Novembre 2015
Les économies émergentes dans une période de troubles: est-ce inquiétant pour le Luxembourg?	14
Relèvement de la TVA: un effet perturbateur sur la dynamique des indicateurs de court terme	28
Des investissements qui manquent encore de ressort	32
Prix des matières premières métalliques et énergétiques: pourquoi ont-ils encore plongé?	41
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation – mise à jour	47
Scénario alternatif: un ralentissement plus sévère qu'anticipé en Chine	89

NDC 01-2015	Juin 2015
Transmission du prix du pétrole aux prix à la consommation énergétique	Page 31
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation	33
Les effets potentiels de l'indexation et du salaire social minimum sur l'inflation au Luxembourg	35
Les soparfis – locomotive de l'emploi du secteur financier	50
Moins de créations d'emplois dans le secteur public	52
TIC et logistique: un impact mitigé en termes d'emploi	54
Une évaluation des mesures du "Zukunftspak" à l'aide des modèles du STATEC	86
Impact d'un choc de croissance favorable dans la zone euro	94
NDC 02-2014	Novembre 2014
Impact des révisions des comptes nationaux et de la balance des paiements	16
La Garantie pour la Jeunesse et son impact potentiel sur le chômage	68
On the relationship between unemployment and employment in Luxembourg	70
NDC 01-2014	Mai 2014
La perception de l'évolution de prix à la consommation par les ménages	53
Une tendance désinflationniste confirmée par différents indicateurs d'inflation sous-jacente	55
Réductions d'effectifs dans le secteur bancaire: un impact à la hausse sur le coût salarial	62
Une relation modifiée entre chômage et emploi?	92
Potential growth for Luxembourg : recent evolutions and projections until 2018 according to different sources	115
Impact de la disparition de la TVA issue du commerce électronique	136
Impact de la hausse de la TVA	138
NDC 02-2013	Octobre 2013
L'emploi intérimaire: un indicateur précurseur pour le marché du travail au Luxembourg?	71
Un indicateur de tensions sur le marché du travail pour le Luxembourg	83
Marché du travail: une précarisation accrue avec la crise?	84
Impact de l'introduction de l'échange automatique pour les paiements d'intérêts au sein de l'UE	118
NDC 03-2012	Novembre 2012
Évolution conjoncturelle des heures payées	56
Mesures budgétaires, activité économique et solde des finances publiques: petit précis de multiplicateurs keynésiens	95
NDC 02-2012	Juillet 2012
Modification des données sur le marché du travail luxembourgeois: définitions, explications, impacts	69
Analyse comparative de la productivité (Luxembourg, zone euro) depuis le début de la crise	91
NDC 01-2012	Avril 2012
Nouvelle gouvernance économique pour l'Union européenne	10
Analyse des différentes versions successives des prévisions élaborées dans le cadre du semestre européen	37

NDC 03-2011	Décembre 2011
Les révisions des comptes nationaux annuels publiés à l'automne 2011	Page 19
Analyse rétrospective sur les révisions du PIB nominal	22
Réorientation des exportations de services vers les marchés à forte croissance: une réalité pour le Luxembourg?	24
Cyclicité des mesures pour l'emploi	85
Le chômage au Luxembourg prend un caractère de plus en plus structurel	90
Effets de la population des travailleurs handicapés et/ou à capacité de travail réduite sur la structure du chômage ADEM	94
Un scénario alternatif basé sur une aggravation substantielle de la crise financière	116
Quelle est la portée pour l'économie luxembourgeoise de la baisse des indices boursiers observée depuis le printemps 2011?	118
NDC 02-2011	Juillet 2011
L'écart inflationniste entre le Luxembourg et les pays frontaliers	49
Transmission des prix du pétrole aux prix à la consommation	52
Taux d'inflation par catégorie de ménage	58
Impact macro-économique de la modulation du mécanisme de l'indexation automatique des salaires en 2011	106
Impact macro-économique de la baisse de 10% de l'indice boursier européen Eurostoxx	111
NDC 01-2011	Mai 2011
Comparaison des taux de croissance potentiels et des écarts de production pour le Luxembourg	29
Modulations de l'indexation automatique et inflation	51
Les équations liant le PIB de la zone euro et les variables de demande étrangère dans Modux	63
NDC 02-2010	Novembre 2010
Le Luxembourg dans la crise: retour sur 2008 et 2009	15
Utilité de l'enquête d'opinion du secteur de la construction pour l'analyse conjoncturelle	28
Impact observé de la tranche indiciaire sur le prix de certains services	49
Impact de la conjoncture sur les recettes fiscales	86
NDC 01-2010	Juin 2010
Analyse statistique des révisions du PIB trimestriel du Luxembourg	14
Évolution des parts de marché à l'exportation du Luxembourg entre 2002 et 2009	56
Les entreprises actives dans le domaine informatique et celui de l'information peu touchées par la crise	61
Crise financière et interventions gouvernementales	90
Impact de la rétention importante de main-d'œuvre sur les perspectives à court terme du marché du travail	115
Prise en compte du modèle d'indicateurs précurseurs du STATEC pour l'établissement de la prévision du PIB	130
NDC 02-2009	Novembre 2009
Relation entre les enquêtes conjoncturelles et les enquêtes d'activité: une application sur la production industrielle luxembourgeoise	19
Recours massif au chômage partiel en 2009	64
Effet des mesures pour l'emploi sur le taux de chômage	72

NDC 01-2009	Mai 2009
Indicateurs avancés: que suggèrent-ils pour l'évolution du PIB à court terme	Page 8
Évolution récente de l'activité de crédit	69
Les profils des travailleurs frontaliers et résidents	112
NDC 02-2008	Novembre 2008
L'ampleur de la crise économique actuelle comparée à la période de ralentissement 2001-2003	17
Les prix des matières premières en recul	49
L'impact mécanique de l'indexation automatique sur l'évolution des salaires	56
Opérations de sauvetage dans le secteur financier	74
Conséquences macroéconomiques suite à l'introduction du "statut unique"	86
NDC 01-2008	Juin 2008
La faible diversification de l'économie luxembourgeoise est-elle un facteur de risque?	50
Comparaison européenne de l'inflation sur les dix dernières années	75
Écarts entre prévisions et réalisations effectives des soldes publics pour les années 2005-2007	125
NDC 03-2007	Mars 2008
Évolution récente du pouvoir d'achat au Luxembourg	39
L'impact du secteur financier sur le reste de l'économie	70
NDC 02-2007	Octobre 2007
La hausse des taux se répercute sur le coût des crédits immobiliers	23
Productivité du travail dans les branches: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	35
Influence de la structure de consommation sur l'inflation	47
NDC 01-2007	Mai 2007
Dynamique du cycle des affaires au travers des branches: l'influence du secteur financier	62
Implications de la réémergence de la Chine sur l'économie mondiale et sur celle du Luxembourg	72
Modulation du système de l'échelle mobile des salaires	84
D'une analyse des stocks de salariés vers une analyse des flux de main-d'œuvre	108
Le passage du budget institutionnel au déficit/surplus de l'administration centrale	134
NDC 03-2006	Février 2007
Volatilité et croissance: une approche comparative par pays	69
Évolution de la durée de travail au Luxembourg	77
NDC 02-2006	Octobre 2006
Prise en compte des grandes orientations de politique économique et budgétaire pour l'établissement des prévisions	20
2000-2005: retour sur 5 années d'inflation	44
Enregistrement dans les comptes économiques des opérations d'échange d'actions Arcelor-Mittal	68

NDC 01-2006	Mai 2006
Révision des comptes nationaux luxembourgeois – description et impact	Page 16
Impact des mesures annoncées par le gouvernement	24
Impact sur l'économie luxembourgeoise d'un choc sur les prix pétroliers	31
Pétrole cher et biocarburants	93
Hausse du chômage: effets structurels	122
NDC 03-2005	Février 2006
Évolution des tarifs publics	39
La problématique des emplois "fictifs"	50
NDC 02-2005	Octobre 2005
Perception du chômage et confiance des consommateurs	22
Inflation au Luxembourg: comparaison détaillée avec la zone euro (1996-2004)	39
Inflation et cycle économique: comparaison Luxembourg/zone euro	42
NDC 01-2005	Mai 2005
La libéralisation des services en Europe	35
NDC 03-2004	Février 2005
Prix du pétrole et prix des carburants	34
Inflation: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	50
Évolution contrastée des principales composantes de l'indicateur synthétique de compétitivité	58
NDC 02-2004	Octobre 2004
Les nouveaux États membres	11
Croissance et chômage: que dit la loi d'Okun pour le Luxembourg?	26
Les ventes de cigarettes au Luxembourg	38
Indices boursiers et croissance économique	48
Nouvelle loi sur la concurrence et libéralisation des prix	56
Les grands pays émergents – défis et opportunités à moyen terme	62
Influence de la saisonnalité du travail intérimaire sur l'emploi et le chômage	70
NDC 04-2003	Janvier 2004
Enquête de conjoncture dans l'industrie: tendance de la production et carnets de commandes	16
Confiance des consommateurs: une relation étroite entre chômage et situation économique	22
NDC 03-2003	Octobre 2003
Utilité des indicateurs conjoncturels internationaux pour la prévision économique au Luxembourg	9
Seuils de création d'emplois et taux de chômage	56
NDC 02-2003	Juin 2003
Les risques potentiels de déflation	10

NDC 01-2003	Avril 2003
La baisse récente des exportations de la zone euro liée à l'appréciation de l'euro?	Page 5
Les produits luxembourgeois concernés par la future directive sur les revenus de l'épargne	106
NDC 04-2002	Janvier 2003
Le Luxembourg en récession?	13
L'apport des enquêtes d'opinion à l'analyse de l'évolution de l'activité dans l'industrie	17
Taux de chômage et emploi frontalier	44
NDC 03-2002	Octobre 2002
De nouvelles orientations dans le domaine de la politique de logement	16
NDC 03-2001	Octobre 2001
Analyse de la productivité multifactorielle du secteur marchand non bancaire luxembourgeois	33
Un NAIRU pour le Luxembourg?	43
NDC 02-2001	Juillet 2001
Le PIB potentiel du Luxembourg	9
NDC 01-2001	Avril 2001
Points de retournement de la conjoncture	12

STATEC

Institut national de la statistique
et des études économiques

www.statec.lu